

**Федеральное государственное образовательное учреждение
Высшего профессионального образования**

**«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации»
(Финакадемия)**

Факультет финансы и кредит

Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга

Допустить к защите
Зав. кафедрой _____
«____» _____ 200__ г.

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
(ДИПЛОМНАЯ РАБОТА)**

на тему:

Слияния и поглощения на российском рынке

Выполнил:
Студент группы РЦБ 5-6
Грязнов Григорий Сергеевич
Научный руководитель:
Миркин Яков Моисеевич
доктор экономических наук,
профессор.

**Москва
2008 год**

Введение	3
Глава 1. Теоретические аспекты слияний и поглощений.	5
1.1. Понятие, классификация и мотивы сделок слияний и поглощений.	5
1.2. Способы финансирования сделок, оценка бизнеса при слияниях и поглощениях.	15
Глава 2. Российская практика слияний и поглощений.	29
2.1. Анализ современного российского рынка слияний и поглощений.	29
2.2. Структурирование и механизмы осуществления сделок слияния и поглощения.	38
Глава 3. Гармонизация российского рынка слияний и поглощений с рынком стран, входящих в Европейский Союз, перспективы развития.	45
3.1. Гармонизация российского рынка слияний и поглощений с рынком стран, входящих в Европейский Союз.	46
3.2. Тенденции и перспективы развития рынка слияний и поглощений в России.	61
Заключение	65
Список использованной литературы	67
Приложение	73
Приложение 1.	73
Приложение 2.	76
Приложение 3	78

Введение

Актуальность темы исследования определяет тот факт, что в условиях структурных изменений российской экономики, усиления роли государства в экономических процессах, реформирования законодательства, повышения активности российских компаний, как на внутреннем, так и международном рынках, сделки слияний и поглощений (М&А) выступают не только эффективным механизмом конкурентной борьбы, но в первую очередь являются важным средством модернизации компаний, инструментом повышения их доходности, инвестиционной привлекательности и ликвидности.

Увеличение количества сделок слияний и поглощений, вовлечение в этот процесс все большего количества российских и иностранных участников требует тщательного анализа данного сегмента бизнеса. Сделки по слияниям и поглощениям являются одним из важнейших элементов стратегий динамично развивающихся высокотехнологичных компаний. Сегодня, когда окружающий нас мир меняется с огромной скоростью, когда наступила эра системных инноваций, которые стали неотъемлемой частью жизни людей и любых протекающих процессов, хорошо спланированная сделка по слиянию или поглощению - это ключевой момент на пути к успеху, а в некоторых ситуациях и условие выживания динамичной развивающейся компании. Хорошо продуманное и организованное слияние или поглощение вполне может стать основой выживания и роста любой компании. И наоборот, плохо спланированное слияние или поглощение способно не только навредить фирме, но и послужить причиной ее гибели. Именно эти обстоятельства обусловили выбор темы выпускной квалификационной работы.

Целью настоящей дипломной работы является исследование российского рынка слияний и поглощений, освещение вопросов гармонизации российского рынка и рынка, участниками которого являются государства - члены ЕС. В работе проводится анализ способов финансирования М&А сделок. В рамках

поставленной цели дипломной работы решаются следующие задачи:

- ✚ Рассмотреть основные типы и виды слияний и поглощений;
- ✚ Проанализировать российский опыт М&А сделок;
- ✚ Осветить структурирование и механизмы осуществления сделок;
- ✚ Показать способы финансирования М&А сделок;
- ✚ Проанализировать перспективы развития данного рынка;
- ✚ Осветить аспекты гармонизации российского и европейского рынков М&А.

В первой главе рассматриваются теоретические аспекты слияний и поглощений, освещены мотивы совершения данных сделок, подробно описаны способы финансирования, рассмотрен вопрос по оценке бизнеса при проведении М&А сделок.

Во второй главе показан анализ российского рынка слияний и поглощений; продемонстрирована структура и механизм осуществления подобного рода сделок.

В третьей главе освещен вопрос гармонизации российского рынка М&А сделок с рынком стран, входящих в Европейский Союз; показаны тенденции и перспективы развития российского рынка слияний и поглощений.

Методологической базой данной работы послужили отечественные и зарубежные разработки по проблемам слияний и поглощений компаний. В работе использовались данные Федеральной антимонопольной службы, законодательные и нормативные акты Российской Федерации, данные крупнейших консалтинговых компаний, инвестиционных банков.

Глава 1. Теоретические аспекты слияний и поглощений.

1.1. Понятие, классификация и мотивы сделок слияний и поглощений.

Слияния и поглощения (Mergers & Acquisitions, M&A) представляют собой сделки, которые наряду с переходом прав собственности подразумевают, прежде всего, смену контроля над предприятием (Corporate Control).

В зарубежной литературе *слиянием* (merger) называется объединение двух корпораций, при котором выживает одна из них, а другая прекращает свое существование. В результате слияния поглощающая компания присоединяет к себе активы поглощаемой фирмы. При описании подобных сделок используется термин *статутное слияние* (statutory merger). Также выделяется процесс *подчиняющего слияния* (subsidiary merger), при котором целевая компания становится дочерней или частью дочерней материнской компании. При обратном подчиняющем слиянии (reverse subsidiary merger) дочерняя компания приобретающей компании вливается в цель¹.

Еще одним термином, используемым для описания подобных сделок, является *поглощение* (takeover). Под поглощением компании или актива понимается установление над этой компанией или активом полного контроля как в юридическом, так и в физическом смысле². Термин поглощение чаще всего используется при описании одного из наиболее ярких и распространенных видов корпоративного конфликта. Вместе с тем нередко используется в отношении сделок любого рода³.

В соответствии с российским законодательством под слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при которой происходит “возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких

¹ Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. С.21

² Анисимов С. Рейдерство в России. // Особенности национального захвата. Санкт-Петербург, Вектор, 2007. С.16.

³ Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. С.21 – 22.

обществ с прекращением последних”⁴. Используемое в мировой практике понятие слияние, при котором происходит объединение нескольких фирм, одна выживает, остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают свое существование, в России описывается с помощью термина "присоединение". В этом случае подразумевается, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц, а права собственности и обязательства передаются тому обществу, к которому они присоединяются⁵.

Правильное, четкое определение типа предстоящей сделки является одним из основных вопросов для компании в целях повышения эффективности данной сделки и грамотного ее завершения, поэтому мы считаем необходимым раскрыть вопрос классификации в данной работе.

Что касается видов слияний и поглощений, то существует множество классификаций. Остановимся более подробно на классификации, связанной с характером интеграции компаний⁶:

Горизонтальные слияния (horizontal merger) - представляют собой объединение компаний одной отрасли, производящих схожие изделия или осуществляющих одни и те же стадии процесса производства. При горизонтальных слияниях часто объединяются компании конкуренты, результатом процесса объединения становится усиление рыночной власти вновь созданной компании. Таким образом, в связи с возможным возникновением влияния на экономическую ситуацию на рынке, влиянием на рыночную цену, к подобным слияниям существует пристальное внимание со стороны антимонопольных органов. (Объединение в 1999 г. ЛУКОЙЛа и КомиТЭКа, СБС и Агропромбанка, объединение компаний "Интурист" и "Бегемот" (туристический бизнес))

Вертикальные слияния (vertical merger) — объединение компаний,

⁴ Федеральный закон от 26 декабря 1995г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 05.12.2007 г.) ст.16.

⁵ Владимирова И.Г.Слияния и поглощения компаний. //Менеджмент в России и за рубежом 1999, №1. С.28.

⁶ Калашников Г.О. Слияние и поглощение компаний по праву Европейского Союза. М.:Международные отношения,2007. С.11

работающих в разных отраслях и представляющих собой единую технологическую цепочку. Вертикальная интеграция типична для многих предприятий металлургической, машиностроительной, нефтяной промышленности. В случае вертикальной интеграции расширение деятельности может происходить как за счет присоединения компаний, осуществляющих предыдущие стадии производственного процесса, вплоть до добычи исходного сырья, так и компаний, занимающихся реализацией товара потребителям. Исходя из этого подхода, выделяют *обратную (нисходящую) (backward integration) интеграцию*, при которой обычно объектом присоединения становятся компании, упрощающие доступ к источникам сырья, и *прямую (нисходящую) (forward integration) интеграцию*, облегчающую доступ к конечным потребителям. (Например, покупка автомобильных заводов металлургическими компаниями <Сибал> - ГАЗ и ПАЗ, Северсталь - <Заволжский моторный завод>).

Помимо упрощения доступа к потребителям и источникам сырья следует выделить такое свойство вертикальных объединений компаний, как возникновение дополнительных конкурентных преимуществ, при которых промежуточный потребитель обязан взять на себя часть затрат по переходу к замещающему продукту⁷.

Родовые слияния (congeneric merger) / параллельные слияния – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары.

Конгломератные слияния (conglomerate merger) / круговые - объединение компаний работающих в разных отраслях без наличия производственной общности, слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом. (Приобретение Альфа-Эко Телеком блокирующего пакета сотового оператора Вымпелкома, покупка Газпромом агропромышленных предприятий).

Иногда выделяют отдельные разновидности конгломератных слияний:

⁷ Гохан Патрик. Слияния, поглощения и реструктуризация Бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004 С.91

–слияния с расширением продуктовой линии (product line extension mergers), представляющие собой соединение не конкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи;

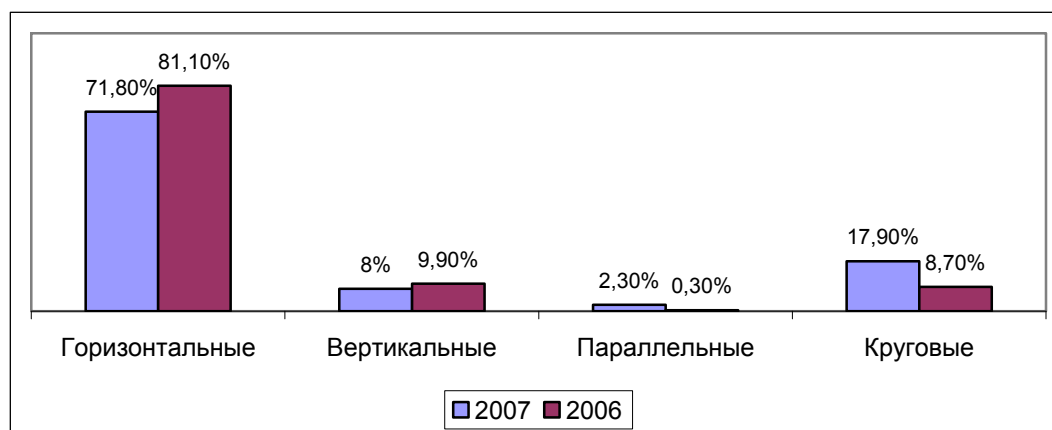
–слияния с расширением рынка (market extension mergers) – приобретение дополнительных каналов реализации продукции, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались;

–чистые конгломератные слияния – объединения компаний, не предполагающие никакой общности⁸.

В настоящее время в России преобладает доля сделок горизонтального направления. (См. Рисунок 1.1.)

Рисунок 1.1.

Направление процессов М&А



Источник: Независимая информационная площадка www.mergers.ru

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний принято деление слияний на два вида:

национальные слияния – объединение компаний, работающих на территории одного государства;

транснациональные слияния – слияния компаний, находящихся в разных странах.

⁸ Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний. // Менеджмент в России и за рубежом 1999, №1. С.31.

В зависимости от отношения управленческого персонала компаний к сделке можно выделить:

дружественные слияния — слияния, при которых персонал и акционеры приобретающей и приобретаемой компаний поддерживают данную сделку,

враждебные слияния — слияния, при которых руководство приобретаемой компании не согласно с готовящейся сделкой и может осуществлять противозахватные мероприятия с целью недопущения поглощения.

Раскрывая тему сделок слияния и поглощения, определение мотива предстоящей М&А сделки также является вопросом, на который следует обратить особое внимание. Стратегия компании, использующей в своем развитии механизмы М&А, формируется исходя из тех целей и задач, которые ставит перед собой данная компания. Выявление мотивов очень важно, т.к. именно они отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. Кроме того, мотивация предопределяет действия компании с целью достижения максимального, положительного эффекта. Стратегия слияний и поглощений должна базироваться на общей стратегии развития компании, необходимо, чтобы данный механизм в полной мере соответствовал ее миссии и целям, иначе существует вероятность не достижения тех положительных эффектов, которые предполагаются в рамках М&А. Можно с уверенностью утверждать, что процесс слияния компаний практически всегда отражает стремление их к росту и упрочению своих позиций на рынке. Процессы слияний и поглощений являются одним из элементов развития компаний, в частности, служат механизмом повышения их конкурентоспособности на конкретном рынке.

Получение синергетического эффекта является одним из основных мотивом совершения М&А сделок, т.е. рыночная мощь и эффективность вновь созданной компании превышает аналогичные показатели существовавших ранее

независимых фирм. В таких случаях перераспределяются ресурсы и повышается эффективность их использования. Отмечается возникновение финансовых преимуществ, связанных с ростом стоимости компаний. Возрастает эффективность деятельности в результате интеграции, слияния отдельных частей в единую систему, (при объединении два фактора вместе создают больший эффект, чем сумма двух ранее независимых составляющих). В результате объединения вновь созданная компания оказывается существенно более эффективной и сильной, чем ранее независимые фирмы. Хороший пример успешного слияния подобного типа — объединение компаний “МГУ-Информ“, “Комстар“ и “Телмос“ под эгидой “Комстар— Объединенные Телесистемы“.

Оценка синергетического эффекта – очень важная и ответственная процедура. От величины синергетического эффекта и вероятности его материализации зависит принятие решения о проведении сделки и ее цена. Для определения синергетического эффекта используется следующая формула:

$$\text{Синергия} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

V_{AB} – стоимость объединенной компании;

V_A – стоимость компании А;

V_B – стоимость компании В;

Поскольку синергетический эффект – превышение денежных потоков объединенной компании над денежными потоками независимых компаний, величина этих дополнительных потоков должна покрывать:

- Затраты на осуществление сделки;
- Премии собственникам целевой компании (30-40% от ее справедливой стоимости⁹);
- Других предполагаемых расходов.

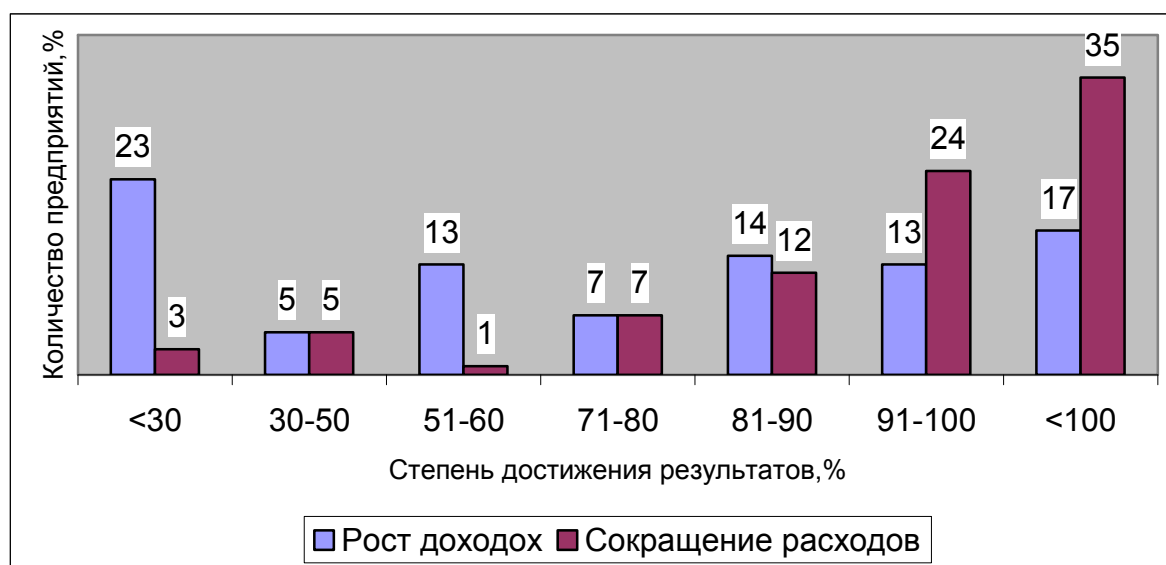
При слиянии и объединении компаний выделяют следующие виды синергии: операционную, инвестиционную, финансовую.

⁹ Шаленкова О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок М&А. // Слияния и поглощения №1-2, 2008.; С.:45.

Операционная синергия возникает в ходе основной деятельности объединенной компании, ее основными источниками являются рост доходов и сокращение расходов. Сокращение расходов является более надежным источником синергетического эффекта, так как вероятность наступления событий, приводящих к снижению затрат, выше, чем событий, ведущих к росту доходов. (См Рисунок 1.2)

Рисунок 1.1.

Достижение синергетического эффекта



Источник: Шаленкова О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок М&А//Слияния и поглощения. – 2008. - №1-2 (59-60). С.:47

Технически роста доходов, как правило, бывает труднее добиваться, чем снижения затрат. Снижение издержек может достигаться за счет возникновения эффекта роста масштабов производства, специализации труда и более эффективного использования оборудования, снижения затрат на маркетинг, работу с потребителями, сокращение численности управленческого персонала и т.д.

Инвестиционная синергия возникает в ходе оптимизации фонда основных

средств на предприятии.

Финансовой синергией называется возможность снижения затрат на капитал в результате соединения одной или более компаний.

Диверсификация деятельности также является мотивом слияний и поглощений. Слияние компаний часто бывает связано со стремлением расширить свою деятельность за счет проникновения в новые сферы производства, т.е. диверсифицировать свою деятельность. За счет диверсификации возможно минимизировать риски, связанные с циклическим характером развития некоторых отраслей, а диверсификация активов позволяет сократить финансовые риски. Наконец, за счет диверсификации деятельности компания, работающая в старой отрасли, жизненный цикл которой подходит к стадии зрелости рынка, может перейти в более молодую и перспективную отрасль. Таким образом, в ряде случаев диверсификация деятельности действительно позволяет повысить эффективность фирмы, что отражается и на стоимости компании.

Можно выделить два типа диверсификации:

–*связанная диверсификация*, т.е. компания расширяет свою деятельность за счет включения в свой состав подразделений, работающих в другой области.

–*несвязанная диверсификация*, предполагающая объединение совершенно разнородных компаний, во многих случаях не оправдывающая надежд.

Необходимо выделить *стремление компаний к монополизации рынка*. Данный мотив отражает агрессивную стратегию развития компании, при котором достижение поставленных целей требует от компании с максимальной концентрацией использовать все имеющиеся финансовые ресурсы. Здесь отдельно необходимо выделить:

✓ увеличение производственных мощностей, которое выражается в заполнении рынка, снижении производственных издержек, в использовании более гибкой ценовой политики. (как пример можно выделить производителей скоропортящихся товаров; компании, занимающиеся переработкой полезных

ископаемых);

- ✓ расширение рынка сбыта. Данная концепция присуща всем компаниям различных отраслевых направлений и используется с целью расширения сектора потребителей, увеличения объема производства, сокращения цепочки посредников;
- ✓ географическое присутствие или географическая диверсификация бизнеса. Данный аспект актуален, прежде всего, для компаний торговли, пищевой отрасли, при котором можно выделить наращивание конкурентных преимуществ в связи с расширением рынков сбыта, выход в регионы основных игроков рынка. (в качестве примера можно привести группу компаний DIXIS, которая приобрела сеть салонов связи ЗАО «Трейдинг-Центр» в Ярославле);
- ✓ усиление конкурентных преимуществ (вхождение в бизнес конкурента), которое осуществляется путем ценовой политики, увеличения объемов производства, сокращения производственных и общехозяйственных расходов, использования современного оборудования высоких технологий и т.д.

Также одним из мотивов является **выход на публичный рынок**, или приобретение публичности:

- увеличение капитализации;
- публичность (создание или приобретение более известного отечественного или зарубежного бренда – компании, чтобы использовать его в качестве локомотива для выхода на фондовый рынок);
- покупка компании, имеющей листинг на фондовой бирже.

Отдельно стоит затронуть **спекулятивные мотивы**, такие как:

- ✚ приобретение активов, имеющих недооцененную рыночную стоимость;
- ✚ формирование добавочной стоимости для дальнейшей продажи потенциальному или стратегическому инвестору;
- ✚ приобретение компаний, обладающих ликвидной коммерческой недвижимостью;

- ✚ создание пула активов с целью дальнейшей их спекулятивной продажи.

Одним из мотивов может быть стремление к улучшению руководства в компании, подлежащей присоединению, и получения за счет этого дополнительных выгод. Действительно, нередко перенесение навыков управления, сформированных в крупных компаниях, позволяет повысить эффективность управления в небольших, но растущих компаниях. Эффективный менеджмент существенно повышает стоимость компаний, поэтому в некоторых случаях поглощение недооцененной рынком вследствие неэффективного управления компании может получить хорошие результаты¹⁰.

Слияние компаний может быть обусловлено *необходимостью консолидации ресурсов для осуществления дорогостоящих НИОКР*. Поскольку именно фактор научно-технического прогресса оказывается одним из ведущих при необходимости обеспечения роста конкурентоспособности компании, а объемы инвестиций в научно-исследовательские разработки и их продвижение к рынку с каждым годом растут, значимость этого фактора увеличивается.

Одним из спорных, однако, нередко отмечаемых исследователями мотивов слияния и поглощения компаний, оказывается *мотив оптимизации налоговых платежей*¹¹. На наш взгляд, подобные сделки могут проводиться только при условии их законности.

Таким образом, успех слияний и поглощений формируется еще на стадии разработки общей стратегии развития компании. При этом на эффективность сделок M&A влияет наличие четко поставленных целей, обоснование выгод, детальное предварительное исследование компании–цели а также слаженная работа команды, руководящей процессом слияний и поглощений.

В целом можно утверждать, что слияния и поглощения компаний оказываются одним из важнейших механизмов повышения конкурентоспособности

¹⁰ Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения. Книга о пользе и вреде непрофильных активов. – М.: Дело, 2005. С.13

¹¹ Гохан П.. Слияния, поглощения и реструктуризация Бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004 С.201

компаний на рынке за счет использования: эффекта синергии, роста масштабов производства, аккумуляции дополнительных финансовых ресурсов и сокращения финансовых рисков, упрощения доступа к новым технологиям, более легкого выхода на новые рынки. Процесс слияний и поглощений компаний можно рассматривать в качестве одного из инструментов передачи собственности в руки эффективных собственников, т.е. в качестве механизма, который, в конечном итоге, обеспечивает эффективное использование ресурсов в масштабах национальной экономики.

1.2. Способы финансирования сделок, оценка бизнеса при слияниях и поглощениях.

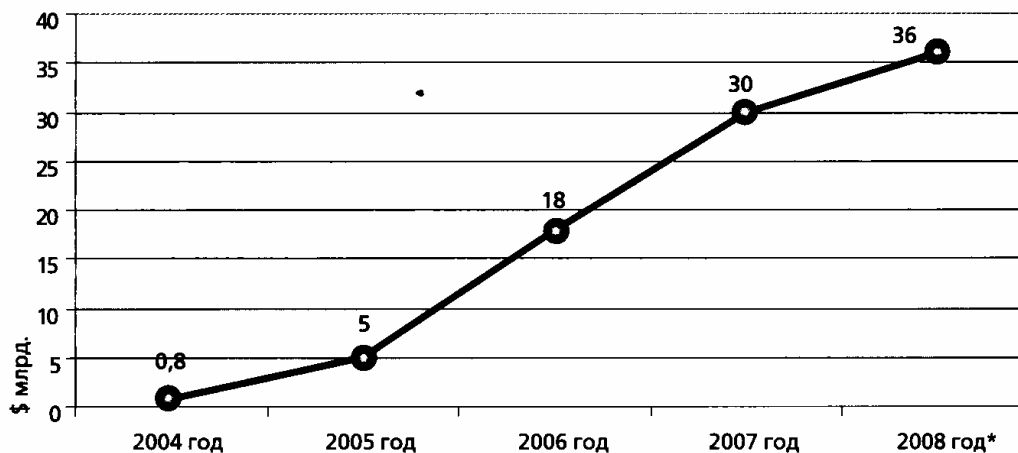
Раскрывая вопрос финансирования сделок слияния и поглощения, в первую очередь стоит отметить, что реализация проектов в форме слияний и поглощений является дорогостоящим мероприятием, требующим значительных финансовых вложений. Причем важно не только наличие самих финансовых средств у компании, но и возможность их привлечения, в этом аспекте способность компании привлекать для своих проектов значительные ресурсы позволяет ей подняться над другими игроками. Также очень важно не только иметь необходимые денежные средства, но и эффективно их использовать. Довольно часто наблюдается картина, когда компании с меньшими ресурсами «обходят» более крупных игроков за счет эффективного использования денежных средств и нестандартности подхода к реализации сделки M&A. Таким образом, для эффективной стратегии M&A компании требуется не только привлечение дополнительных источников финансирования, но и выстраивание эффективной схемы их реализации.

Для России в настоящее время характерно недостаточное развитие рынка капитала, однако видны положительные тенденции, такие, как: развитие

облигационного рынка, рынка IPO (См. Рисунок 1.3.) Заметен доступ все большего числа компаний к мировым инвестиционным ресурсам.

Рисунок 1.3.

Динамика общего объема IPO российских компаний.



Источник: Забелло Я. Инвестбанкинг по-русски, Слияния и Поглощения, №1-2, 2008; С:30.

Также стоит отметить, что в нашей стране еще не получили должного распространения возможности рынка, которые используются за рубежом, например, схемы выкупа долговым финансированием, выкупа компании менеджментом (MBO, management buy-out), использование лизинга.

На мировых финансовых рынках существует множество форм финансирования: денежными средствами, акциями, облигациями, конвертируемыми ценными бумагами и гибридными, заемными средствами (LBO). Также существует возможность использования комбинированной формы финансирования, которая включает сразу несколько вышеперечисленных способов. Однако в России до сих пор множество компаний считает, что существует лишь два источника финансирования M&A сделок – *собственные средства компании и средства в виде привлеченных кредитов*. Однако необходимо внедрять и другие способы финансирования.

Финансирование сделок M&A за счет *заемных средств (LBO)* – метод, при котором сделка M&A финансируется займами, которые погашаются из потока

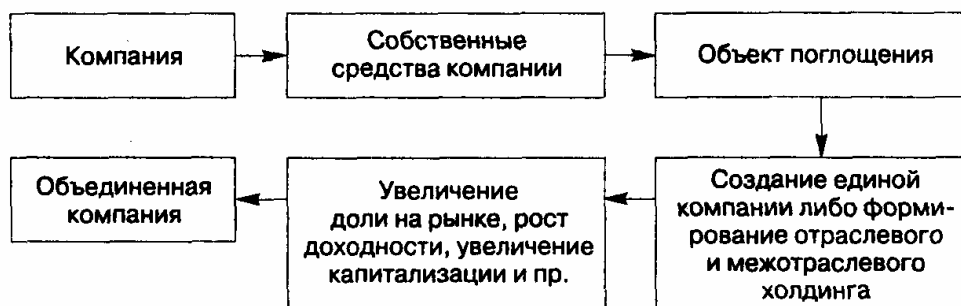
денежных средств приобретаемой компании, при котором за счет заёмных средств осуществляется покупка акций или активов компании. Зачастую подобные сделки осуществляются собственным управлением компании (МВО). На заемные средства выкупается контрольный пакет акций предприятия, а выплата долга происходит из денежного потока присоединяемой компании. Финансирование за счет заемных средств несет в себе большую степень риска, чем обычное поглощение, финансируемое за счет комбинации заемного и собственного акционерного капитала. Успех LBO полностью зависит от способности управления правильно и грамотно направлять поток денежных средств для обслуживания повышенного уровня долга.

Использование *собственных средств* для финансирования сделок слияния и поглощения имеет смысл, если понесенные затраты не ухудшат общего финансового положения компании, если компания – цель имеет стоимость ниже компании, иницирующей сделку. Преимуществом данного способа является отсутствие необходимости выплаты каких – либо процентов и отсутствие временных ограничений по использованию данных средств.

На рисунке 1.4 представлен механизм использования собственных средств компанией, приобретающей другую компанию:

Рисунок 1.4.

Схема финансирования сделки M&A за счет собственных средств.



Источник: Гвардин С., Чекун И. Слияния и поглощения – эффективная стратегия для России. – Питер 2007. С:122.

Кредиты являются самым распространенным способом привлечения финансирования. Одним из механизмов является синдицированное кредитование, при котором формируется синдикат кредиторов, за счет которого возможно привлечение больших объемов денежных средств¹².

Общую схему данного рода привлечения финансовых ресурсов можно представить в следующем виде:

Рисунок 1.5.

Схема финансирования сделки M&A за счет привлечения кредита.



Источник: Гвардин С., Чекун И. Слияния и поглощения – эффективная стратегия для России. – Питер 2007. С:123.

Финансовый лизинг представляет собой вид инвестиционно-предпринимательской деятельности, связанный с приобретением имущества и передачей его в пользование по договору физическим или юридическим лицам на определенный срок и за определенную плату и является одной из форм финансирования сделок поглощения. Одной из его форм является возвратный лизинг, при котором собственник имущества продает его лизинговой компании, а затем заключает с ней договор лизинга на данное имущество. Собственник получает большую часть стоимости имущества, имеет возможность пользоваться им за определенную плату и в тоже время использует средства от возвратного лизинга для инвестиционных целей, для слияний и поглощений. При осуществлении крупной лизинговой сделки существует возможность

¹² В Приложении 2 представлены данные по синдицированным кредитам, выданным российским компаниям в 2007 г.

использования схемы «левердж-лизинг», при которой привлекаются несколько лизинговых компаний. Хорошим примером подобного рода привлечения денежных средств может служить продажа своей недвижимости ООО «Частные пивоварни Тинькофф» ПИФу «Коммерческая недвижимость» под управлением УК «Тройка Диалог», с последующим заключением долгосрочной аренды данных площадей, в результате чего произошло высвобождение финансовых ресурсов, которые в дальнейшем использовались для реализации инвестиционных проектов, в том числе на финансирование сделок слияния и поглощения.

Говоря об *облигационном* виде финансирования сделок слияний и поглощений, необходимо выделить тот факт, что этот способ эффективен при реализации долгосрочных проектов. Приняв решение о развитии с использованием такой стратегии, компания имеет достаточно времени, чтобы подготовить источники финансирования для ее реализации, в том числе осуществив выпуск облигаций.

Отсутствие «длинных» денег – серьезная проблема для финансирования сделок M&A, которые по своей сути являются формой долгосрочного инвестирования, поэтому стоит выделить бридж-финансирование, при котором банки предоставляют кредиты, погашаемые затем за счет средств размещенных долговых инструментов, в том числе облигаций. Таким образом, возможно привлечение синдицированного кредита и дальнейшая его замена выпуском облигаций. Необходимо также затронуть вопрос еврооблигаций, долговых инструментов, номинированных в иностранной валюте. Использование подобного рода привлечения денежных средств позволяет сосредоточение долгосрочных дешевых ресурсов. Как пример можно выделить МТС, которая в 2003 году разместила еврооблигации на сумму 400 млн. долларов, с целью дальнейшего выкупа акций украинского оператора «УМС».

Следующий способ финансирования сделок M&A связан с использованием *обыкновенных акций*. Данный механизм предусмотрен действующим российским

законодательством и позволяет акционерным обществам осуществлять как первоначальный выпуск акций, так и их дополнительное размещение. Наиболее эффективной формой привлечения финансирования через выпуск обыкновенных акций является публичное размещение акций на биржевом рынке (IPO), как на российских, так и на мировых биржах.

Однако компания должна удовлетворять определенным требованиям, а ее рыночная капитализация – объему привлекаемых средств. В процессе размещения улучшается кредитный рейтинг компании, и, соответственно, в дальнейшем появляется возможность привлечения более дешевых кредитов на более выгодных условиях.

Выбор конкретного способа финансирования зависит от преимуществ и недостатков каждого метода, от целей и задач, которые компания ставит перед собой. В Приложении 1¹³ показана характеристика видов финансирования сделок слияний и поглощений.

Процесс привлечение финансирования в сделках слияния и поглощения в России упростилось с появлением на рынке иностранных банков и улучшением финансового положения российских банков. Повышение уровня конкуренции в российском банковском секторе означает, что у покупателей и продавцов появилось больше гибкости в структурировании финансирования сделок. Покупатели и продавцы все чаще более гибко подходят к вопросу структурирования сделок в целях создания большей стоимости для обеих сторон. Например, покупка миноритарного пакета совместно с опционом на право выкупа контрольного пакета, реализуемого, как правило, в течение двух-трех лет, сокращает риск для покупателя и повышает общую стоимость для продавца.

Одним из ключевых вопросов оценки целесообразности слияний и

¹³ См. Приложение 1

поглощений компаний является оценка стоимости компаний¹⁴.

Потребность в оценке стоимости бизнеса возникает на разных этапах M&A-сделки. Во-первых, без нее не обойтись уже на предварительном этапе осуществления сделки. Необходимо четко представлять, насколько ценна поглощаемая компания, как с рыночной точки зрения, так и с точки зрения стоимости для инвестора (инвестиционной стоимости), для поглощающей компании. Также необходимо выяснить, как соотносятся стоимость компаний до сделки со стоимостью образованной компании, насколько велик эффект "синергии", т.е. насколько велика стоимость, созданная сделкой M&A. Во – вторых, оценка является неотъемлемой частью непосредственно процесса сделки по слиянию: оценка стоимости в целях определения коэффициента конвертации акций присоединяемой компании в акции образованной компании; оценка поглощаемой компании в целях определения стоимости выкупа акций. Миноритарные акционеры поглощаемой компании обычно имеют возможность продать свои акции по заранее определенной стоимости, либо конвертировать их в акции объединенного предприятия. При этом привлечение независимого оценщика необходимо как для определения коэффициента конвертации при переходе на единую акцию, так и в целях выкупа акций у миноритарных акционеров.

Даже незначительные ошибки и искажения оценочной стоимости в таких случаях способны повлечь за собой серьезные проблемы при осуществлении сделок M&A. В ряде случаев акционеры присоединяемой компании пытаются через суд оспорить условия конвертации и выкупа. Как пример, свидетельствующий о том, какую роль играют нюансы оценки стоимости в целях M&A можно выделить слияние Внешторгбанка и Промышленно-строительного банка. Независимый оценщик (одна хорошо известная оценочная компания)

¹⁴ Лимитовский М.А., «Инвестиции на развивающихся рынках.- М.: ООО Издательско- Консалтинговая компания «ДЕКА», 2002.- 464с.

рассчитал коэффициент конвертации, базируясь на оценке ВТБ в \$11,6 млрд., а ПСБ - в \$1,035 млрд. Многие эксперты нашли такую оценку ПСБ заниженной. Это косвенно подтверждал и рынок: на 19 сентября 2006 года (дата проведения первого внеочередного собрания акционеров ВТБ, когда был объявлен коэффициент конвертации) капитализация ПСБ составила \$1,64 млрд., а к январю 2007 года достигла уже \$2,2 млрд¹⁵. Занижение стоимости ПСБ связано с тем, что оценщик, по-видимому, использовал один и тот же мультипликатор "Цена/Балансовая стоимость" для обоих банков, что не вполне правомерно. Объявленный коэффициент конвертации вызвал недовольство ряда акционеров Промышленно-строительного банка, требовавших пересмотра условий конвертации.

Этот пример, как и многие другие, убедительно демонстрируют тот факт, что роль оценщиков для успешного проведения сделки M&A можно недооценить.

Необходимо учитывать качественную и объективную оценку стоимости компании, которая позволит принять наиболее правильные и рациональные решения, нацеленные на увеличение стоимости. В международной профессиональной практике, которую используют и российские оценщики, выделяют три основных подхода для оценки стоимости предприятия, которые в соответствии с постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 определены как:

- затратный подход
- сравнительный подход
- доходный подход

К полученной итоговой величине стоимости применяются две широко известные корректировки:

1) Скидка за недостаток ликвидности (если акции оцениваемого предприятия не торгуются на организованном рынке ценных бумаг, составляет от 0 до 40%);

2) Скидка за недостаточную степень контроля (если оценивается пакет, отличный от контрольного, размер данной скидки находится в диапазоне 20-35%).

¹⁵ Бельшева И., Козлов Н. Оценка бизнеса для целей M&A – Инфраструктура рынка оценки в России. // Слияния и поглощения №1-2, 2008 С.: 19

Известны различные названия методов оценки стоимости: на основе книжной (балансовой), ликвидационной (чистых активов), рыночной стоимости активов (исторических котировок), по стоимости замещения, отраслевых аналогов, по отношению P/E (цены акции к прибыли на акцию) и по методу дисконтирования денежных потоков ДДП.

Затратный подход рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Обычно балансовая стоимость активов предприятия не соответствует рыночной стоимости. Поэтому задача состоит в их переоценке. После определения реальной (рыночной) стоимости всех активов из нее вычитается текущая стоимость всех его обязательств, тем самым рассчитывается оценочная стоимость собственного капитала. Собственный капитал = Активы — Обязательства.

Преимущества подхода:

- основан на существующих активах, что устраняет значительную часть умозрительности, присущей другим методам;
- пригоден для оценки вновь возникших предприятий, холдинговых и инвестиционных компаний.

Недостатки:

- не учитывает будущую прибыль т. е. перспектив бизнеса. Основные методы, выделяемые в этом подходе: *метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости.*

При использовании **метода чистых активов**, стоимость бизнеса определяется как разность между рыночной стоимостью всех активов и всех обязательств.

Метод стоимости чистых активов дает лучшие результаты при оценке предприятия:

- ✓ доходы не поддаются точному прогнозу;
- ✓ предприятие обладает значительными материальными и финансовыми

активами (ликвидными ценными бумагами, инвестициями в недвижимость и т.д.);

✓ требуется оценить новое предприятие, не имеющего ретроспективных данных о прибылях или холдинговую компанию.

Метод ликвидационной стоимости следует использовать, когда предприятию грозит банкротство. Т.е. когда предприятие прекращает свои операции, распродает материальные, а если есть и нематериальные активы и погашает все свои обязательства. Ликвидационная стоимость – это разность между стоимостью всех активов и затрат на его ликвидацию. Обычно этот метод дает нижний уровень стоимости оцениваемого бизнеса, т. к. как правило, существуют ограничения по времени на продажу активов, кроме этого уменьшение стоимости происходит за счет ликвидационных расходов.

Различные подходы к стоимости не исключают друг друга, а являются взаимодополняющими. Обычно при оценке бизнеса в зависимости от целей оценки, поставленных условий, состояния объекта и состояния экономической среды используют сочетание двух–трех методов наиболее подходящих в данной ситуации.

Метод оценки по стоимости замещения заключается в определении суммы затрат на создание аналогичной компании с учетом износа. Метод практически не используется из–за низкой точности расчетов.

«Сравнительный подход» предусматривает сравнение рассматриваемого бизнеса с аналогичными бизнесами, которые были проданы на открытом рынке. Источниками данных для применения этого подхода, являются открытые фондовые рынки, рынок поглощений, и предыдущие сделки с собственностью рассматриваемого бизнеса.

Преимущества подхода:

- ✚ Стоимость отражает достигнутые результаты деятельности предприятия;
- ✚ Цена сделки непосредственно отражает ситуацию на рынке.

Недостатки:

- ✚ Не учитывает будущую стоимость предприятия;
- ✚ В связи со слабым развитием фондового рынка существует сложность в нахождении предприятия–аналога.

За основу берут стоимость предприятий–аналогов, акции которых открыто продаются на рынке. Его использование гарантирует высокую скорость и достоверность, но только при условии достоверности аналогов. Сравнимые предприятия должны иметь приблизительно одинаковый доход, численность работающих, оборот и другие, важные при сравнении, показатели. В противном случае необходимо использовать специальные оценочные мультипликаторы, показывающие соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой (цена/прибыль, цена/денежный поток и др.).

Оценка стоимости на базе P/E используется довольно широко. По этому методу стоимость одной акции P_s оценивается по формуле:

$$P_s = (P/E) * EPS$$

где, P/E — отношение рыночной цены к прибыли на акцию по аналогичной формуле;

EPS — ожидаемая в будущем прибыль на одну акцию.

Самым распространенным и важным с точки зрения инвестора является **метод дисконтированных денежных потоков ДДП**, дающий наиболее полную и достоверную картину стоимости компании.

Данный метод заключается в прогнозировании будущих доходов, которые, как ожидается, собственность принесет в течение ряда лет, и приведении этих доходов при помощи формулы сложного процента к текущей (сегодняшней) стоимости. Используются три основные переменные: денежный поток (доход), ставка дисконта (норма дисконтирования) и срок прогнозирования. Цель метода

ДДП - попытка определить стоимость предприятия (бизнеса) непосредственно из стоимости всех тех благ (различных видов доходов), которые могут получить инвесторы, вкладывающие средства в предприятие. В основе этого метода предположение, что инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете, приобретает не набор активов (зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т.д.), а поток будущих доходов, который позволит ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние. Особенность и одно из главных достоинств метода ДДП - он позволяет учесть несистематичность изменения потока доходов, которые нельзя описать какой-либо математической моделью. Поэтому привлекательно его использование в условиях российской экономики, характеризующейся изменчивостью цен на готовую продукцию, сырье, материалы и прочие компоненты, существенно влияющие на стоимость оцениваемого бизнеса.

Оценщик при проведении оценки обязан использовать (или обосновывать отказ от использования) затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке. Оценщик вправе самостоятельно определять в рамках каждого из подходов к оценке конкретные методы оценки. Оценщик на основе полученных в рамках каждого из подходов к оценке результатов определяет итоговую величину стоимости объекта оценки.

Рассматривая вопрос оценки бизнеса при сделках слияния и поглощения необходимо раскрыть вопрос, касающийся оценочного бизнеса в России. Рынок оценочных услуг в настоящее время переживает стремительный рост. Так, по данным рейтингового агентства "Эксперт РА", общая выручка компаний, фигурирующих в рейтинге, составила в 2006 году 4,6 млрд. рублей, что на 57% превысило результат прошлого года¹⁶. Такому показателю могут позавидовать

¹⁶ Бельшева И., Козлов Н. Оценка бизнеса для целей М&А – Инфраструктура рынка оценки в России. // Слияния и поглощения №1-2, 2008.; С.:20.

многие отрасли экономики.

Эксперты отмечают, что наблюдаемый рост рынка оценочных услуг сопровождается концентрацией рынка. Все большая доля рынка приходится на крупнейших игроков. Так, суммарная выручка 37 крупнейших российских оценочных компаний в 2006 году составила 73% от общей выручки всех компаний, участвующих в рейтинге "Эксперт РА"¹⁷. Такая концентрация рынка связана с появлением на рынке сильных консалтинговых брендов - "НЭО Центр", "ВКР-Интерком-Аудит", "2К Деловые консультации" и других.

Российские оценочные компании традиционно противостоят "большой четверке" аудиторов: Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG и PricewaterhouseCoopers "Большая четверка", по мнению ряда экспертов, контролирует от 30 до 50% рынка оценочной деятельности России. Эти компании фактически устанавливают и стандарты оценки в ряде отраслей.

Оценщик, по крайней мере, в теории является пассивным участником рынка. Исследуя характеристики объекта оценки и внешние условия, он сам не влияет на стоимость оцениваемого объекта. Практическая ситуация, однако, несколько расходится с теорией.

На развитых западных рынках сделка слияния и поглощения обычно является выгодной для миноритариев. И в случае выкупа принадлежащих им пакетов акций, и в случае, когда миноритарии получают взамен своих акций поглощаемых предприятий акции объединенной компании, можно говорить о бонусе, т.е. надбавке сверх рыночной стоимости. С наличием такого бонуса связан следующий наблюдаемый эффект: стоимость акций компании на рынке ценных бумаг повышается, когда на рынок просачивается информация о поглощении данной компании (инвесторы ожидают предполагаемый бонус при выкупе акций). Столь оптимистичная картина характерна для рынков развитых стран.

Российская же практика, как обычно, идет вразрез с практикой развитых

¹⁷ Бельшева И., Козлов Н. Оценка бизнеса для целей М&А – Инфраструктура рынка оценки в России. // Слияния и поглощения №1-2, 2008.; С.:20.

стран. Оценщик нередко пытается максимально занижить стоимость поглощаемой компании (в частности, для целей выкупа и конвертации), а как следствие, и цену выкупа. Все это приводит к обратному эффекту, нежели на Западе. Если поглощаемое предприятие котируется на организованном рынке ценных бумаг, то стоимость акций предполагаемого предприятия-жертвы нередко падает при появлении на рынке информации о предстоящем слиянии. Появление же на рынке инсайдерской информации о стоимости оценки нередко и вовсе приводит к обрушению акций компании-цели. При приближении к дате сделки стоимость поглощаемой компании на рынке стремится к той величине стоимости, по которой в соответствии с проведенной оценкой должен происходить выкуп.

В качестве рядового примера можно привести падение акций Промышленно-строительного банка в ходе уже упомянутой сделки слияния с ВТБ. Есть и другие примеры. Так, в середине июня 2006 года просочившаяся на рынок информация о результатах оценки РАО "ЕЭС" компанией Deloitte & Touche стала одним из факторов снижения котировок не только акций самого РАО "ЕЭС", но и некоторого падения рынка в целом. Стоимость для целей выкупа акций была ниже рыночных котировок на 20%. Заметим, что в данном случае речь идет не о каком-то "сером" оценщике. Таким образом, мы видим, что тенденция к занижению стоимости выкупаемых акций делает оценщика весьма неожиданным игроком на рынке ценных бумаг.

Приведенная выше информация показывает, насколько существенную роль играет оценка в процессе сделок слияния и поглощения и каких проблем можно избежать, если оценка на всех этапах сделки является объективной. К сожалению, в российской практике это далеко не всегда так. От неясных стандартов оценки и нечетких правил игры на этом рынке страдает потребитель оценочных услуг, а как следствие - экономика в целом. Поэтому по-прежнему существует острая необходимость в дальнейшем реформировании механизмов регулирования оценочной деятельности.

Глава 2. Российская практика слияний и поглощений.

2.1. Анализ современного российского рынка слияний и поглощений.

В течение десятилетия наша страна заимствовала многое из мировой практики. После первоначального накопления капитала для создания бизнеса российские компании стали искать возможность выхода на мировой рынок и формировать «цивилизованный» рынок корпоративного контроля. За этот период в России сформировалось новое поколение менеджмента, готовое применить зарубежный опыт в своем бизнесе. Критическим моментом в данном случае является выбор накопленных знаний мировой экономики, применимых для России, необходимость учета страновой специфики. После нескольких лет стабильного экономического роста в послекризисный период государство подошло к этапу вторичного передела собственности. В это время и обратились к возможности использования механизма M&A в качестве инструмента стратегического развития компаний и предприятий.

В первую очередь стоит отметить, что в России данные по сделкам слияния и поглощения, которые публикуются в отчетах различных исследовательских компаний, очень сильно разнятся. Это связано с рядом факторов, как: объем сделки, которая включается в данную статистику; включаются ли только завершенные сделки или еще и объявленные и т.д. Как пример можно выделить стоимостной объем российского рынка и здесь видно, что независимая информационная площадка mergers.ru приводит данные за 2007 года в размере 120,7 млрд. долларов США, в то время как компания KPMG публикует значение данного показателя, равные 179 млрд. долларов США¹⁸.

В работе автор придерживается данных, опубликованных компанией

¹⁸ См. Рис 1 Приложение.3

KPMG. В Приложении 3 также приводятся данные независимой информационной площадки www.mergers.ru.

Анализ стоит начать с общей картины, которая сложилась на рынке M&A сделок, затем рассмотреть более подробно отдельные отрасли экономики.

Одной из важных тенденций развития рынка M&A явилась его отраслевая диверсификация. Наряду с лидирующим нефтегазовым сектором, возросло число «отраслей-миллиардеров» - это электроэнергетика, машиностроение, финансы, металлургия, пищевая промышленность, страхование, торговля.

В настоящее время можно выделить следующие результаты, присущие рынку слияний и поглощений в России за 2007 год:

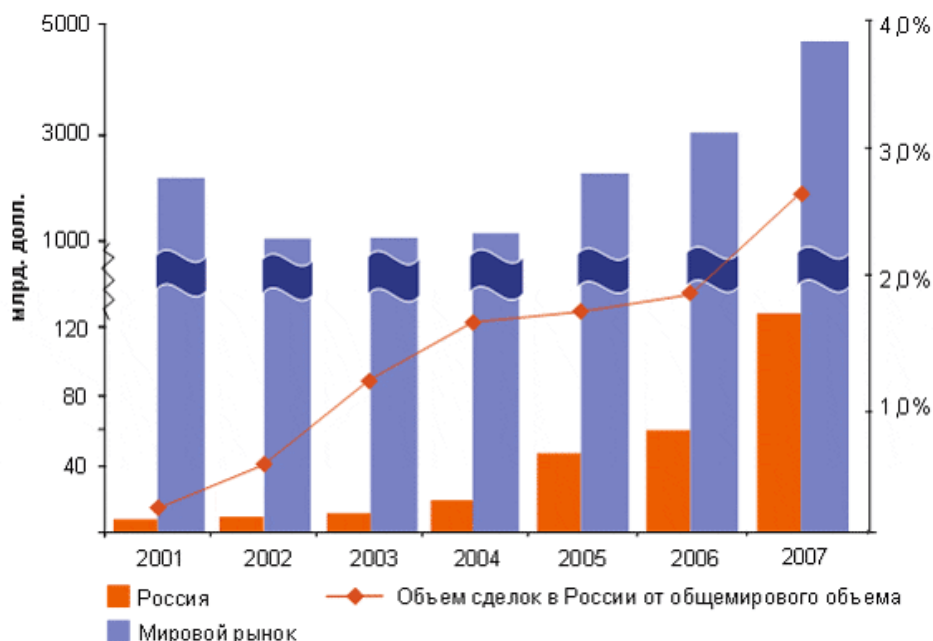
- Стратегические иностранные инвесторы стремились выйти на быстрорастущий российский рынок.
- Повышение уровня конкуренции привело к консолидации во многих отраслях.
- Российским компаниям была необходима как вертикальная, так и горизонтальная интеграция.
- Иностранных финансовых инвесторов привлекали надежный уровень доходности и высокие перспективы роста.
- Небольшие российские компании ищут новый капитал для развития, чтобы соответствовать высоким темпам рыночного роста.
- У крупных российских компаний существует избыток финансовых активов, и они осуществляют приобретения за рубежом.
- Российские компании всех размеров находятся в поиске наиболее прогрессивных технологий и стремятся перенять передовой опыт.
- Российский рынок слияний и поглощений становится все более конкурентным и нацеленным на создание дополнительной стоимости.

○ Благоприятные экономические показатели будут стимулировать большую стоимость сделок с компаниями среднего бизнеса.

В первую очередь необходимо выделить тот факт, что доля российских слияний и поглощений сегодня не велика и составляет 2% от мирового рынка, а в 2001 году составляла и того меньше – 0,2%¹⁹.

Рисунок 3.1.

Российский и мировой рынок слияний и поглощений в 2001-2007гг.



Стоимость сделок слияния и поглощения в России в 2007 году, оцененная в долларах США, выросла на 61% по сравнению с 2006 годом, при этом стоимость зарегистрированных сделок составила примерно 179 млрд. долларов США (в 2005 году 53 млрд. долларов США)²⁰. Количество сделок по сравнению с предыдущим годом фактически сократилось на 22% – с 1210 до 941. Стоимость сделки выросла на 107% – с 92 млн. до 190 млн. долларов США. Средняя стоимость раскрытых сделок также увеличилась с 181 млн. до 302 млн. долларов США это связано с осуществлением в 2007 году мега-сделок, исчисляемых в миллиардах

¹⁹ Слияния и поглощения №1-2 (59-60) 2008 год. С.16.

²⁰ По данным исследования компании KPMG

долларов²¹.

Активность на рынке слияний и поглощений составила 14% от ВВП и внесла немалый вклад в продолжение активного экономического роста России. Можно выделить ряд факторов, которые положительно влияли на заключение сделок: благоприятная конъюнктура рынка, а также большой международный интерес, высокая внутренняя ликвидность, сильная позиция рубля и макроэкономическая стабильность.

Российские финансовые компании проявили особенную активность в энергетическом секторе, приобретая не только активы компаний с доходом, составляющим миллиарды долларов, но и акции в небольших энергораспределительных компаниях. В российской прессе широко освещалась серия крупных сделок, завершенных или планируемых в нефтехимической, металлургической и электроэнергетической промышленности. Стоит отдельно выделить ситуацию на уровне компаний малого и среднего бизнеса, где сделки осуществлялись почти во всех отраслях, но активность была наиболее высокой в секторах финансовых услуг, розничной торговли, недвижимости, промышленного производства и пищевой промышленности.

Важно отметить, что количество международных сделок с привлечением иностранных инвестиций повысилось на 10% и составило 206 сделок по сравнению с 186 в предыдущем году и бесспорно этот факт показывает интерес иностранных инвесторов к российскому рынку, который в то же время является рискованным, но высокодоходным²².

Больше половины стоимости заключенных сделок приходится на сделки в трех отраслях: металлургия, нефтегазовая промышленность и электроэнергетика: трехстороннее слияние РУСАЛа, СУАЛа и Glencore привело к созданию самой крупной компании (стоимостью 30 млрд.

²¹ См. Рис. 2-5 Приложение.3

²² См. Рис.6 Приложение 3.

долларов) в алюминиевой промышленности страны, нефтяная компания «Роснефть» приобрела на аукционах ЮКОСа большую часть активов, которые оценивались в размере 31 млрд. долларов США РАО «ЕЭС России» продало различным иностранным и российским стратегическим инвесторам активы стоимостью 20 млрд. долларов США²³.

В 2007 году почти во всех отраслях наблюдалась оживленная деятельность, увеличение стоимости сделок по сравнению с 2006 годом и толчком к этим изменениям явились, в первую очередь, коммерческие причины.

Иностранные покупатели проявляли горячий интерес к приобретениям в такой крупной стране с быстрорастущей экономикой, как Россия. Компании стремились к заключению сделок слияния и поглощения, чтобы достигнуть экономии от увеличения масштабов и приобрести влияние, необходимое для ведения успешной конкурентной борьбы в условиях постоянно развивающегося рынка. Кроме того, было отмечено резкое повышение количества сделок, информация по которым является доступной: они составили 60% от общего количества сделок по сравнению лишь с 42% в 2006 году.

Переходя к анализу отраслей необходимо отметить, что в отраслях наблюдалась разная динамика в зависимости от конкурентных условий отрасли²⁴.

В отрасли нефтепромысловых сервисных услуг, предоставляющая различные виды услуг, такие как: сейсморазведка, буровые работы и ремонт скважин, крупным российским и международным нефтяным компаниям, небольшая группа компаний среднего размера приобретает более мелкие компании, консолидируя отрасль. За счет этого осуществляется географическое расширение, увеличивается спектр

²³ См. Рис.7. Приложение 3.

²⁴ См. Рис. 8-9. Приложение 3.

предлагаемых услуг, диверсифицируется клиентская база.

В секторе финансовых услуг сети розничных банков, особенно в регионах, стали весьма привлекательными как для иностранных, так и для отечественных игроков. И те, и другие активно стремятся купить акции или расширяться на привлекательном рынке и эффективно использовать прибыль от синергетического эффекта и инвестиций в технологии.

В сфере электроэнергетической промышленности Россия находится в процессе активной реструктуризации, целью которой является привлечение необходимых инвестиций для модернизации инфраструктуры и создание конкурентного рынка, поэтому заметен большой интерес иностранных игроков.

Говоря о сделках на зарубежных рынках, стоит выделить тот факт, что в 2007 году ведущие российские компании продолжили расширять свою деятельность на рынке слияний и поглощений за пределами стран ближнего зарубежья, включая Северную Америку, где были сделаны крупные приобретения. У российских компаний наблюдается избыток финансовых активов и как следствие этого – стремление приобретать активы, в то же время, покупая активы на Западе, российские компании приобретают доступ к современным технологиям и высококвалифицированным управленческим ресурсам. Большая доля российских инвестиций в мировую экономику – 47% - относится к металлургии и горнодобыче, 19% - к строительству, 14% - к промышленному производству, 12% - к нефтегазу²⁵. ОАО «ГМК «Норильский Никель»» приобрело канадского производителя никеля LionOre за 6,4 млрд. долларов США. Финансово-промышленная группа «Базовый элемент» заплатила 1,5 млрд. долларов США за 18%-ное участие в канадской компании Magna International, производителе

²⁵ Материалы IV Ежегодного национального форума «Слияния и Поглощения в России». \$100 миллиардный рубеж по сумме сделок M&A в России взят // Слияния и поглощения, 2008, №1-2. – С. 16

автомобильных запчастей. АФК «Система» приобрела индийского оператора фиксированной и мобильной связи Shyam Telelink. Общий объем инвестиций в сфере слияний и поглощений в 2007 году из России (outbonds) составил 35,1 млрд. долларов, а в Россию (inbonds)- 47,1 млрд. долларов.

Остановившись на внутреннем рынке, можно утверждать, что покупка активов в России Европейскими компаниями осуществлялась для расширения производственных мощностей и освоения новых рынков. Энергоемкие компании, особенно в металлургической промышленности, приобретали электрогенерирующие активы. Осуществление приобретений в области перевозок характерно производителям стали. Вертикальной или горизонтальной интеграции производства была присуща ряду местных производителей. Консолидация была основной тенденцией в секторе розничной торговли: крупные розничные сети, такие как X5, покупали региональные сети для создания всероссийских сетей.

Говоря о зарубежных игроках, иностранные инвестиции в размере 33% относятся к энергетическому сектору, 22% - к нефтегазовому, 9% - к потребительскому рынку, 6% - к металлургии и горнодобыче.

Стоит отдельно выделить усиленный интерес со стороны международных игроков меньшего размера, а не транснациональных корпораций. Это желание – присутствовать на быстроразвивающемся рынке с большим потенциалом роста – может еще усилиться в ближайшие несколько лет в виду прогнозируемой слабой экономической активности на развитых рынках из-за низких темпов роста.

Стоит выделить ряд факторов, стимулирующих сделки слияния и поглощения на российском рынке:

- рынок становится конкурентным по мере его развития;

- необходимость в привлечении дополнительного капитала становится определяющим фактором;
- с ростом конкуренции всё большее значение приобретают внедрение современных технологий и использование передового опыта;
- на российском рынке стоит вопрос преемственности, который заключается в продаже бизнеса в наиболее подходящий момент.

Перед покупателями на рынке M&A сделок стоит ряд актуальных задач, такие как: глубокое знание нормативно-правовой среды, знание вопросов оценки (некоторые российские предприниматели привыкли к оценке, основанной на стоимости активов, а не к современным более сложным методам оценки на основе свободных денежных потоков) и, хотя, процесс сближения стандартов, норм и моделей поведения продолжается, все еще существуют значительные культурные различия, которые имеют значение как на предварительном этапе сделки, так и в процессе интеграции после ее совершения. Непременным условием является и проведение налогового, финансового, юридического и коммерческого анализа (due diligence).

Среди источников финансирования сделок слияния и поглощения все большую роль приобретает такой способ привлечения финансовых ресурсов, как IPO. В 2007 году общий объем российских IPO превысил 32 млрд. долларов²⁶. Пропорции изменились в пользу российских биржевых площадок, так: в 2007 году 52% размещений было осуществлено на российских биржах (в 2005 году 94% размещений прошли на западных биржах)²⁷. Также изменилась и отраслевая структура размещений. Несмотря на различные преграды, стоит выделить успешные сделки, проведенные с помощью МВО. По принципу долгового выкупа в 2006 году

²⁶ Забелло Я. Инвестбанкинг по-русски, Слияния и Поглощения, №1-2, 2008; С:29.

²⁷ Там же.

в России состоялось 14 крупных сделок – на сумму 11,7 млрд. долларов, на сегодняшнее время по мнению ряда специалистов эта сумма составляет около 40-45 млрд. долларов. Объем сделок МВО оценивается в 3-5 млрд. долларов²⁸.

Особое внимание на рынке слияний и поглощений привлекло заключение договора о покупке Renault пакета акций «АвтоВАЗа», которая интересна известностью и знаковостью для России бренда актива и решением вопроса «раскольцовки» структуры собственности компании. Также сделка о покупке 2,6% акций российского интернет-портала Mail.ru медиахолдингом Naspers Limited (ЮАР), интересная тем, что эта отрасль новая для России, а актив в ней уже стоит 1 млрд.; капитализация данного проекта менее чем за год выросла в два раза.

Несмотря на общий рост инвестиций и формирование в России цивилизованного рынка M&A, серьезной проблемой остаются незаконные схемы завладения собственностью. Так, в 2004 году в производстве структур МВД России находилось 171 уголовное дело по случаям захвата предприятий, а в 2006 году более 450 дел²⁹. Такое негативное явление, как корпоративные конфликты, за прошедший год не стало менее масштабным.

Подводя итоги, необходимо отметить, что уровень активности на рынке слияний и поглощений в России в 2007 году был высоким, потому что экономика была на подъеме, а участники сделок могли выиграть от использования сделок слияния и поглощения в качестве инструмента для создания стоимости. Иностранные финансовые инвесторы стремились получить доступ к инвестициям с привлекательным соотношением риска и

²⁸ Материалы IV Ежегодного национального форума «Слияния и Поглощения в России». \$100 миллиардный рубеж по сумме сделок M&A в России взят // Слияния и поглощения, 2008, №1-2. – С. 16

²⁹ Материалы IV Ежегодного национального форума «Слияния и Поглощения в России». \$100 миллиардный рубеж по сумме сделок M&A в России взят // Слияния и поглощения, 2008, №1-2. – С. 17

выгоды и более высокой отдачей, чем в их странах. Российские финансовые круги не отставали в поиске выгодных возможностей для инвестирования. Иностранные стратегические инвесторы искали пути выхода на один из самых многообещающих рынков в мире и стремились к приобретению активов, которые влились бы в их глобальный или региональный бизнес. Отечественные стратегические инвесторы стремились к усилению своих компаний и укреплению их рыночных позиций. Для 2008 года будет характерна аналогичная экономическая ситуация, и те же стимулы будут лежать в основе заключения сделок. В ближайшем будущем мы ожидаем продолжения и роста активности на рынке среднего бизнеса, особенно в секторах розничной торговли и производства.

2.2 Структурирование и механизмы осуществления сделок слияния и поглощения.

Проанализировав общее состояние российского рынка слияний и поглощений, и, осветив основные проблемы в российской практике, логичным представляется выявление причин низкой эффективности сделок по слиянию и поглощению.

Объединение компаний является сложным и непредсказуемым процессом. По данным исследования, проведенного компанией McKinsey, доля неудачных сделок, в результате которых происходит разрушение стоимости бизнеса, составляет около 70%³⁰. Эксперты обычно указывают на следующие причины низкой результативности исследуемого процесса, а именно: на неверное структурирование сделки, неверную оценку поглощающей компанией привлекательности рынка и конкурентной позиции целевой компании, переоценку возможностей поглощающей компанией по реализации намеченной

³⁰ Шаленкова О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок M&A//Слияния и поглощения. – 2008. - №1-2 (59-60). С.44

стратегии, недооценку размера инвестиций, необходимых для качественного осуществления сделки по слиянию и поглощению, постинтеграционные процессы в компании. В некоторых случаях по завершению M&A процесса, компании, образовавшиеся в результате слияния и поглощения, заметно отстают по различным показателям от конкурентов рынка, не достигается предполагаемой синергии доходов, видна потеря определенного количества клиентуры, не достигается запланированный уровень снижения издержек. Важной причиной неудач совершения сделок по слияниям и поглощениям являются финансовые аспекты. Руководители и менеджеры компаний переплачивают за покупку компании-цели, что приводит к привлечению значительных дополнительных средств, которые в дальнейшем весьма сложно вернуть.

Четкая оценка стоимости приобретаемого предприятия, проведение Due Diligence проекта, грамотная оценка рисков, привлечение к сделке наиболее опытных консультантов, инвестиционных банков, имеющих отличную репутацию в данной области, не защищает компанию от неудачи, а лишь снижает вероятность отрицательного исхода. Роль и место юридического консультанта возрастает и число подобных сделок за период 2003 -2006 гг. выросло более, чем в 2 раза; объём сделок также вырос почти в 2 раза.³¹ При осуществлении транснациональных M&A сделок юридические консультанты со стороны владельца актива должны работать с юридическими консультантами со стороны продавца, находящиеся по разные стороны границы. Это приводит к определённой синергии – временной, организационной и т.п., так как одна из сторон глубже ориентируется в специфике местного законодательства и экономических традициях и т.п.. Примером успешного использования юридического консультирования трансграничных сделок является слияние «РУСАЛа», «СУАЛа» и «Glencore» (консультантами выступили EPR&P и Ashurst (Великобритания)).

³¹ Материалы IV Ежегодного национального форума «Слияния и Поглощения в России». \$100 миллиардный рубеж по сумме сделок M&A в России взят // Слияния и поглощения, 2008, №1-2. – С. 16

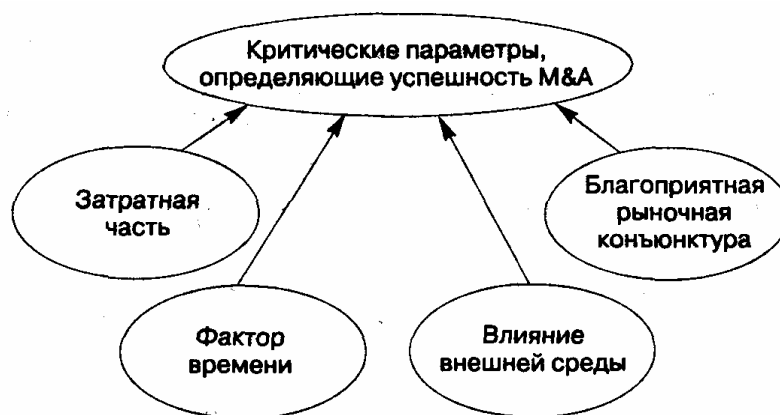
Внимание к опыту проведения сделок на рынке корпоративного контроля и применение его на практике, безусловно, увеличивают вероятность достижения поставленных целей поглощающей компанией или, по крайней мере, помогает приблизить к желаемым результатам, а именно:

- ✚ К освоению новых географических рынков – 45 % компаний;
- ✚ Стремление к увеличению стоимости бизнеса – 23 %;
- ✚ Защита и увеличение собственной доли рынка – 20 %;
- ✚ Другие цели – 12 %. ³²

При формировании проекта M&A особо важно рассмотреть факторы, определяющие целесообразность и результативность проведения сделки. (См. Рис. 2.2)

Рисунок 2.2

Факторы, определяющие эффективность сделок слияний и поглощений. ³³



Затратная часть проекта – потребность в финансовых ресурсах; фактор времени – требуемое время на осуществление проекта M&A; влияние внешней среды определяется по отношению к деятельности компании; благоприятная рыночная конъюнктура – совокупность макроэкономических показателей, определяющих предпосылки развития процессов слияний и поглощений. Именно эти факторы определяют, прежде всего возможность и успешность осуществления стратегии компании в области M&A.

³² По данным исследования компании KPMG.

³³ Гвардин С., Чекун И. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. – Питер, 2007. – С. 55.

Для анализа эффективности слияний и поглощений на российском рынке, а также для освещения возможных путей решения поставленных проблем достижения эффективного проведения сделки необходимо более подробно раскрыть вопрос, связанный со структурой проведения сделок М&А. Под структурой понимается форма совершения сделки, то есть используется ли в ходе осуществления сделки механизм передачи акций, продажи активов, тендерные предложения.

Осуществление сделки по слиянию и поглощению проходит несколько этапов (См. Рисунок 2.3):

- ✚ Анализ объекта сделки и переговоры;
- ✚ Структурирование сделки;
- ✚ Due Diligence
(финансовая, юридическая, налоговая и другие проверки);
- ✚ Выполнение сделки.

Рисунок 2.3

Основные этапы сделки слияния и поглощения.

Анализ объекта и переговоры

Анализ синергетического эффекта, оценка стоимости бизнеса, оценка возможных рисков, согласование цены сделки и др.

Структурирование сделки

Разработка финансовой стратегии, привлечение финансирования, определение структуры сделки, проведение переговоров, юридическое оформление сделки

Due diligence

Юридическая экспертиза: юридическая действительность учреждения и регистрации компании, права собственности и регистрация акций, возможные правовые споры

Финансовая экспертиза: права собственности на активы, крупные контракты, налоговые обязательства

Исполнение сделки

Проведение платежей с участием банка в качестве платежного агента, предоставление услуг депозитария при передаче прав собственности на акции, предоставление услуг эскроу-агента

При анализе объекта сделки оцениваются стоимость бизнеса, возможные предстоящие риски, возможное достижение синергетического эффекта. Также на данном этапе устанавливается цена сделки, анализируется способность минимизации рисков.

Разработка финансовой стратегии сделки, осуществление привлечения инвестиций, разработка структуры самой сделки и юридическое ее оформление происходит на стадии структурирования сделки.

Затем имеет место процедура Due Diligence, при которой оцениваются потенциальные риски, связанные с наличием нарушений законодательства при приватизации предприятия, при использовании различных схем оптимизации налоговых платежей, наличие у предприятия обязательств, не отраженных в отчетности предприятия. Для минимизации подобных рисков проводится правовая экспертиза учреждения и регистрации компании, приобретения прав

собственности и регистрации акций, анализируются правовые споры, оцениваются крупные контакты и возможные налоговые обязательства.

На четвертой, заключительной стадии происходит завершении сделки. Проведение платежей осуществляется с участием банка, депозитарий и эскроу – агент (независимое третье лицо, выполняющее поручение лишь по исполнению поручителем оговоренных условий) производит передачу прав собственности.

Для раскрытия понятия структуры сделки M&A, а следовательно и ее эффективности важно понимать механизмы ее осуществления, а именно:

- ✚ Покупка активов компании;
- ✚ покупка акций компанией, владеющей активами;
- ✚ слияние покупателя с поглощаемой компанией.

Мировая практика показывает, что при использовании механизма покупки активов возникает ряд сложностей, связанных с необходимостью выплаты значительных налоговых платежей (так как все операции с активами подлежат налогообложению); с привлечением значительных финансовых ресурсов (выкуп активов более дорогостоящий процесс по сравнению с выкупом акций); с получением согласия третьей стороны и. т.д..

Данные недостатки являются следствием более широкого использования механизма покупки акций, при котором в момент самого слияния возможно получение налоговых льгот или полное освобождение от налогообложения в случае обмена акций одной корпорации на акции другой. Схема механизма осуществления сделки следующая: компания А владеет контрольным пакетом акций компании В, которая приобретает корпорацией С; при исполнении сделки компания А передает акции компании В корпорации С в обмен на голосующие акции последней. Компания А не получает ни прибылей, ни убытков, следовательно, освобождается от налогов³⁴.

В зарубежной практике применение механизма слияния покупателя с

³⁴ Рид С., Лажу А. Искусство слияний и поглощений. Пер с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 277

поглощаемой компанией осуществляется на территории и в рамках юрисдикции стран – базирования компаний.

Для России же характерна довольно сложная структура сделок, зачастую с использованием оффшорных схем, позволяющих упростить процедуру финансирования, облегчить уход из бизнеса, получить преимущества в сфере правовой среды.

Закрепление значительной части российских активов через иностранные компании стало весьма распространенным явлением в российской практике. Оформление крупных пакетов акций российских предприятий на кипрские фирмы, фирмы таких государств, как Панама, Гибралтар и т.д. определили российскую специфику ведения бизнеса.

Оформление российских активов на иностранные компании дает ряд преимуществ:³⁵

- ✚ конфиденциальность конечных владельцев и размера их долей, включая возможность продажи актива или доли в нем в полностью конфиденциальном режиме;
- ✚ создание видимости присутствия иностранного инвестора в капитале российской компании (защитная функция + повышение инвестиционного интереса к компании);
- ✚ урегулирование отношений между совладельцами не на уровне "понятийных" соглашений, а полностью официально и в правовой системе, позволяющей эффективно защитить нарушенное право;
- ✚ налоговое планирование продажи актива или доли в нем, а также минимизация налогов при выплате дивидендов;
- ✚ антирейдерская защита с учетом российских рисков.

При использовании исследуемого механизма осуществления сделки слияния и поглощения снижается риск давления на собственника, однако, только

³⁵ Тутыхин В. Оффшорные рейдерские риски: мифы и реальность // Слияния и поглощения, 2008, №1-2. – С.51

в случаях, когда конечные бенефициар позаботился о том, что его нельзя вычислить по косвенным факторам и о том, что конечным собственником активов считается третье лицо (например, международный фонд с множеством пайщиков). Возможно снижение риска утраты собственности по неправоначальному решению в России, когда за иностранным депозитарием не видны ни нынешние совладельцы актива, ни их процентные доли.

Наряду с положительными моментами, использование оффшорных схем создает очевидные проблемы для государства:

- ✚ Снижается возможность влияния на деятельность компании, которая осуществляет деятельность на территории страны;
- ✚ Часть прибыли, полученная за счет производственной деятельности на территории государства, не вовлекается в хозяйственный оборот внутри страны в связи с тем, что вывозится за границу.

Таким образом, использование таких схем позволяет замаскировать истинное лицо владельца, укрепить его права собственности и нередко сократить размеры налогообложения, что в очередной раз подчеркивает несовершенство российского законодательства в сфере сделок слияния и поглощения.

Глава 3. Гармонизация российского рынка слияний и поглощений с рынком стран, входящих в Европейский Союз, перспективы

развития.

3.1. Гармонизация российского рынка слияний и поглощений с рынком стран, входящих в Европейский Союз.

В данном разделе главы автор рассматривает вопросы, касающиеся гармонизации российского рынка слияний и поглощений с рынком стран, входящих в Европейский Союз.

Европейское Сообщество является основным торгово-экономическим партнером России, а также наиболее мощно развивающейся мировой интеграционной системой. Правовой механизм, разработанный в странах ЕС в сфере слияний и поглощений, представляет несомненный интерес для России, которая находится на пути рыночных реформ и активно стремится более тесно интегрироваться в мировую экономику. Более того, в соответствии со ст. 55 Соглашения о партнерстве и сотрудничестве между ЕС и Россией предусматривается сближение законодательств в предпринимательской сфере для того, чтобы «в долгосрочной перспективе привести российское законодательство в соответствие с законодательством Сообщества»³⁶.

Для эффективного анализа данной проблемы необходимо проанализировать прежде всего правовую сторону сделок "слияния и поглощения". С экономической стороны подразумевается объединение на определенных условиях активов и управленческих функций нескольких компаний в рамках одного корпоративного объединения. В развитых корпоративных правовых порядках (и континентальных, и англо-американских) процедура M&A рассматривается как одна из форм сделок, направленных на изменение корпоративного контроля (corporate control transactions). Подход европейских континентальных стран базируется на английской модели M&A. Основные характеристики этой модели

³⁶ Калашников Г.О. Слияния и поглощения компаний по праву европейского союза. – М.: Международные отношения, 2007

отражены в Кодексе Сити о поглощениях (The City Code on Takeovers) - обязательное предложение продать принадлежащие акционерам акции, ограничение полномочий директоров компании на противодействие поглощению, определяющая роль акционеров в принятии предложения³⁷.

Одна из главных задач ЕС - развитие правовой среды для функционирования конкурентоспособных национальных европейских акционерных компаний, которые создаются путем трансграничных слияний и поглощений. Главная цель подобной политики - успешное противостояние финансовым транснациональным корпорациям из США и Японии на мировых рынках. Одним из инструментов формирования единого внутреннего рынка сообщества выступает общее правовое регулирование слияний и поглощений. В Европейском законодательстве большое внимание уделяется гармонизации права ЕС в области трансграничных слияний и поглощений. Основной акцент сделан на защите прав акционеров:

- общее регулирование правил слияний и поглощений (в соответствии со спецификой национальных правовых систем);
- общие механизмы защиты прав миноритарных акционеров при поглощении (публичная оферта, право принятия решений, "справедливая цена");
- защита прав миноритарных акционеров, возражающих против реорганизации;
- определение условий, при которых лицо, установившее определенный порог контроля в процессе поглощения, вправе завершить консолидацию (аннулирование защитных механизмов, скупка остающихся акций);
- требование раскрытия информации о процедуре слияния или поглощения;
- обеспечение прозрачности структуры собственности и изменений в ее структуре;
- регулирование особенностей эмиссии и конвертации ценных бумаг;

³⁷ Степанов Д. И. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров // Хозяйство и право, 2006, N 3-6.

➤ контроль со стороны регулирующих органов и саморегулируемых организаций.

Правовой основой сближения и координации права о компаниях государствах – членах ЕС служит ст.44 Римского договора о ЕС, согласно которой совет ЕС и Комиссия ЕС принимают Директивы с целью координации норм законодательства государств-членов, которые и являются основой для гармонизации права компаний в странах ЕС. Вопросы осуществления слияния и разделения компаний в основном регулируют третья и шестая Директивы³⁸.

Логичным представляется рассмотрение российского законодательства в сфере слияний и поглощений с точки зрения его совершенствования на базе европейского опыта. В России сделки M&A регулируются:

- ст.57–60 Гражданского кодекса Российской Федерации. (Часть 1 от 30.11.1994 N 51-ФЗ) (принят Государственной Думой Российской Федерации 21.10.1994)³⁹;
- ст.15-17 Федерального закона "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N208-ФЗ⁴⁰;
- ст.51-53 Федерального закона "Об обществах с ограниченной ответственностью" от 08.02.1998 N 14-ФЗ⁴¹;
- ст. 29-31 Федеральный Закон от 14.11.2002 N 161-ФЗ (ред. от 08.12.2003) «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях»⁴² и другие.

Детальный анализ норм российского и зарубежного законодательства позволяет сделать следующие выводы:

В статье 2 третьей директивы ЕС «слияние осуществляется путем образования нового общества и путем поглощения одного или более обществ

³⁸ Калашников Г.О. Слияние и Поглощение компаний по праву Европейского Союза. . – М.: Международные отношения, 2007. С.31.

³⁹ Гражданский кодекс Российской Федерации. (Часть 1 от 30.11.1994 N 51-ФЗ)

⁴⁰ Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N208-ФЗ

⁴¹ Федеральный закон "Об обществах с ограниченной ответственностью" от 08.02.1998 N 14-ФЗ

⁴² Федеральный Закон от 14.11.2002 N 161-ФЗ (ред. от 08.12.2003) «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях»

другим обществом»⁴³. В Российской Федерации понятие «слияние» соответствует европейскому «слияние путем образования новой компании», а форма реорганизации в виде «присоединения» соответствует европейскому «слияние путем поглощения». Статья 16 Федерального закона "Об Акционерных Обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ гласит: «Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних»⁴⁴. Статья 4 третьей Директивы определяет: «Слияние путем образования нового общества означает операцию, в результате которой несколько обществ прекращают свою деятельность без ликвидации и переводят в новое общество, которое они создают, все свои активы и пассивы в обмен на выпуск (в пользу акционеров передаваемого общества или обществ) акций вновь созданного общества и выдачу им наличных денежных средств (если подобная выдача имеет место) в размере, не превышающим 10% от номинальной стоимости выпущенных для этого акций или, в тех случаях, когда акции не имеют номинальной стоимости, их балансовой стоимости»⁴⁵. Эта статья провозглашает принцип универсального правопреемства путем слияния компаний без их ликвидации. Этот принцип позволяет компаниям функционировать без оформления специальных актов передачи активов одного юридического лица другому и служит важнейшей гарантией для кредиторов поглощенной компании.

В соответствии со Статьей 17 Закона «Об Акционерных обществах» присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу. В 3 статье шестой Директивы «Слияние путем поглощения означает операцию, в результате которой одно или более обществ прекращают свою деятельность без их

⁴³ Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54 (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies //OJ L 295, 20.10.1978. P. 36-43.

⁴⁴ Федеральный Закон "Об Акционерных Обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ

⁴⁵ Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54 (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies //OJ L 295, 20.10.1978. P. 36-43.

ликвидации и переводят в другое общество все свои активы и пассивы в обмен на выпуск акций в приобретающем их обществе и выдачу им наличных денежных средств (если подобная выдача имеет место) в размере, не превышающим 10% от номинальной стоимости выпущенных для этого акций или, в тех случаях, когда акции не имеют номинальной стоимости, их балансовой стоимости»⁴⁶.

Обычно под поглощением понимается большее, чем просто присоединение, так как одно лицо: а) получает возможность контролировать действия компании, либо б) приобретает ее активы.

Устранение различий в терминах будет способствовать гармонизации законодательств, что повлечет устранение трудностей в работе российских и зарубежных компаний при совершении M&A сделок.

Европейские стандарты поглощения компаний означают, прежде всего, серьезные требования к «прозрачности» сделок. В частности, в соответствии со статьей 6 третьей Директивы 68/181/ЕЭС⁴⁷ и статьей 4 шестой Директивы 68/151/ЕЭС⁴⁸ проект условий слияния подлежит опубликованию для каждого общества, вовлеченного в слияние не менее, чем за один месяц до даты общего собрания акционеров. Западный механизм осуществления M&A сделок предполагает подготовку обширного объема документов, привлечение различных консультантов, так как открытость данной сделки – это условие сохранения уровня капитализации компании на фондовом рынке. В России подобные сделки оформляются договорами слияния или присоединения и степень их открытости не прописана в действующем законодательстве.

Для защиты интересов акционеров главным образом поглощаемых компаний третья Директива предусматривает перечень документов и информации, с которой акционеры вправе ознакомиться:

⁴⁶ Sixth Council Directive 82/891/EEC of 17 October 1982 based on Article 53(3) (g) of the Treaty/ concerning the division of public limited liability companies // OJ L 378, 31.12.1987. P.47-54

⁴⁷ Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54 (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies // OJ L 295, 20.10.1978. P. 36-43.

⁴⁸ Sixth Council Directive 82/891/EEC of 17 October 1982 based on Article 53(3) (g) of the Treaty/ concerning the division of public limited liability companies // OJ L 378, 31.12.1987. P.47-54

-проект об условиях слияния;

-годовые финансовые отчеты и ежегодные отчеты, сливающихся компаний за три предыдущих года; в том случае, если последний финансовый отчет относится к финансовому году, окончившемуся более чем за шесть месяцев до даты составления проекта об условиях слияния, необходимо предоставить финансовую справку, составленную на дату, не ранее чем первый день третьего месяца до даты составления проекта об условиях слияния;

-письменный отчет, подготовленный административными или управленческими органами каждой из сливающихся компаний (в отчете приводятся разъяснение предлагаемых в проекте условий слияния и юридические и экономические основания данных условий, в частности необходимо указать коэффициент обмена акций и сложности в оценке, которые имели место);

-отчет, подготовленный одним или более экспертами, действующими от имени каждой из сливающихся компаний, но независимыми от них (в данном отчете должно говориться о том, является ли, по мнению экспертов, коэффициент обмена акций справедливым и обоснованным, указываются метод или методы, использованные при определении коэффициента обмена акций, также приводится описание любых сложностей в оценке, которые имели место)⁴⁹.

Российское законодательство не предусматривает подобного перечня документов, который должен быть предоставлен акционерам. Этот вопрос должен быть урегулирован, в целях защиты прав акционеров четко разработан перечень необходимых документов, порядок их предоставления и ответственность при их не предоставлении.

Третья и шестая Директива содержат исчерпывающий перечень оснований, по которым сделки могут быть признаны недействительными. В целях гармонизации российского законодательства с европейским законодательством данный вопрос также требует решения.

⁴⁹ Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54 (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies //OJ L 295, 20.10.1978. P. 36-43.

Особое внимание необходимо обратить также на следующие документы:

- Директива 2005/56/ЕС Европейского парламента и Совета от 26 октября 2005 г., регулирующая трансграничные слияния и поглощения в рамках ЕС⁵⁰;
- Директива 2004/25/ЕС Европейского парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. о предложениях в сфере слияний и поглощений⁵¹.

Директивы адресованы государствам-участникам и нацелены на повышение конкурентоспособности Европы. В Директивах определены общие принципы и требования, которые государства-участники должны внедрить в свое законодательство. Государства обязаны установить санкции за несоблюдение национального законодательства, отражающие Директивы. Санкции должны быть эффективными, соразмерными и иметь предостерегающий от нарушений характер.

Основа Директивы 2005/56/ЕС - концепция, что поглощения приносят большие выгоды компаниям и инвесторам (в конечном счете - европейской экономике в целом), способствуют корпоративной реструктуризации и консолидации, позволяют компаниям достичь оптимального масштаба для эффективной конкуренции как на едином европейском, так и глобальном рынках. Поглощения способствуют созданию стоимости, распространению технологий, дисциплинируют менеджмент и стимулируют конкуренцию.

Основная цель Директивы 2005/56/ЕС - использовать преимущества поглощений на европейском уровне и усилить интеграцию европейских рынков капитала. Директива способствует созданию равных условий для совершения М&А в различных государствах - членах ЕС, т.к. устраняются разногласия корпоративного характера, содержащиеся в национальных законодательствах.

⁵⁰ Directive 2005/56/EC of the European Parliament and of the Council of 26 October 2005 on cross-border mergers of limited liability companies // OJ L 310, 25.11.2005. P.1

⁵¹ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids // OJ L 142, 30.04.2004. P. 12-23.

Процедура слияний и поглощений в государствах – членах ЕС осуществляется при участии государственных органов, которые выполняют контрольные функции. Контрольные полномочия должны иметь и национальные саморегулируемые организации. Решения регулирующих органов могут быть оспорены независимым судом в судебном или в административном порядке. Вся информация о поглощаемой компании должна быть честной и прозрачной для участников сделки.

Директива основана на трех основных принципах - доступность информации, равенство и невмешательство, которые отражены и в преамбуле, и непосредственно в тексте Директивы. Основное внимание уделяется вопросу использования защитных механизмов в ходе поглощения компаний. Ключевым моментом является защита прав миноритарных акционеров, механизм которой четко прописан. Государства-участники должны предпринять меры для защиты интересов держателей ценных бумаг в случаях поглощения компании. В этих целях лицо, поглощающее компанию, обязано сделать публичную оферту всем держателям ценных бумаг компании по справедливой цене. Обязанность сделать публичную оферту и дополнительные меры защиты акционеров (обязательство сделать частичную оферту или объявить оферту в момент получения контроля над компанией) предусматриваются в национальном законодательстве. Государства-участники вправе установить обязательство сделать оферту держателям ценных бумаг, дающим право голоса лишь при специальных условиях, либо бумаг, которые не дают права голоса.

Если держатели ценных бумаг понесли убытки в результате нарушения их прав, им должна быть предложена справедливая компенсация в соответствии с положениями национального законодательства государств-участников.

Европейское законодательство подчеркивает необходимость контроля сделок, проводящихся за счет использования инсайдерской информации.

Основное направление Директивы - установить минимальные требования к осуществлению трансграничных поглощений и обеспечить необходимый уровень защиты держателей ценных бумаг.

Таким образом, гармонизация хорошо продуманного, регулирующего все этапы и аспекты совершения сделок М&А европейского законодательства с развивающейся правовой средой российского рынка слияний и поглощений является позитивным процессом, требующим детального анализа.

Термин "слияния и поглощения" в нашей стране ассоциируется с чем-то негативным - "черное" рейдерство, недружественный захват, враждебное поглощение. Между тем сделки по слияниям и поглощениям (М&А) - это вполне законный, действенный инструмент имущественного и делового оборота, призванный способствовать концентрации бизнеса и получения конкурентных преимуществ. Негативная оценка такого рода сделок объясняется проведенными захватами собственности, широко освещаемыми в средствах массовой информации. Однако такие незаконные захваты не составляют абсолютного большинства и возможны только из-за слабости государственного регулирования таких сделок, в том числе правовой защиты собственности в России,

Контроль и регламентирование деятельности по слияниям и поглощениям – немаловажный элемент влияния на рынок М&А со стороны государства. Для соблюдения принципа свободной конкуренции невозможно допущение ситуации монополии одного игрока в отдельном секторе рынка. В этой связи игрокам данного рынка необходимо тщательно изучать антимонопольное законодательство как внутри страны, так и в зарубежных странах в случае экспансии на западный рынок.

Роль государства в правовом регулировании сделок слияния и поглощения очень важна для своевременной защиты интересов акционеров и сотрудников предприятий. Стоит отметить, что нерешенность многих юридических вопросов,

слабость государственного регулирования являются причинами распространенных случаев криминального поглощения, существует ряд проблем в области обеспечения защиты интересов собственников поглощаемых предприятий и миноритарных акционеров.

В настоящее время ясно вырисовывается круг проблем, которые необходимо решать при реализации государственной политики в сделках слияния и поглощения за счет пересмотра подходов к государственному регулированию процессов M&A и за счет внесения поправок и изменений в действующее законодательство.

В сфере регулирования процессов в данной области, при реализации политики государства необходимо учитывать следующие принципиальные моменты:

- ✓ поддержание активного функционирования конкурентных механизмов в экономике;
- ✓ обеспечение прозрачности на рынке корпоративного контроля;
- ✓ защита прав акционеров, в том числе миноритарных;
- ✓ регулирование социальных конфликтов, порождаемых процессами слияний и поглощений⁵².

Очень важно не просто поддерживать действие конкурентных механизмов, а грамотно и эффективно использовать ресурсы в рамках национальной экономики, обеспечить конкурентоспособность отечественной продукции, создать благоприятные условия для российских производителей.

Необходимо учитывать отраслевую специфику при рассмотрении незаконных схем перераспределения собственности, т.к. часто нерешенность как раз мелких, но очень важных и принципиальных вопросов дают возможность использования «серых» схем объединения компаний.

Также весомым является вопрос, касающийся учета глобализации при

⁵² Радьгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе (основные подходы и задачи регулирования). – Вопросы экономики. 2002, №12. с.105-106.

регулировании М&А сделок. В последнее время заметно усиление тенденции к приобретению иностранными компаниями российских предприятий в различных отраслях экономики.

Решение данного вопроса возможно при усилении контроля со стороны государства в вопросе концентрации производства в отраслях экономики, (прежде всего в отраслях, имеющих важнейшее значение для национальной безопасности России) и доступа на отечественный рынок иностранных компаний. Как раз зарубежный опыт демонстрирует значение главной функции государства, которая заключается в регулировании процессов слияния и поглощения, в контроле экономической концентрации. Ведущую роль в процессе контроля играют антимонопольные службы: Министерство экономики и труда, Высший государственный суд по картелям – в Австрии; специализированные государственные органы по конкуренции – в Дании, Финляндии, Швеции; Федеральная служба по картелям – в Германии; Комиссия по конкуренции, Департамент торговой и промышленной политики, Служба по контролю за конкуренцией – в Великобритании.

В России, главным регулятором сделок слияний и поглощений является Федеральная Антимонопольная служба Российской Федерации (далее ФАС), уполномоченный федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору за соблюдением законодательства в сфере конкуренции⁵³. С предварительного согласия антимонопольного органа осуществляется слияние (присоединение) коммерческих организаций, если суммарная стоимость их активов по бухгалтерским балансам по состоянию на последнюю отчетную дату, предшествующую дате представления ходатайства, превышает три миллиарда рублей или суммарная выручка таких организаций от реализации товаров за календарный год, предшествующий году слияния, превышает шесть миллиардов

⁵³ Положение о Федеральной антимонопольной службе, утвержденное Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года. №331.

рублей либо если одна из таких организаций включена в реестр хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке определенного товара более чем тридцать пять процентов⁵⁴.

Существует необходимость пересмотра ряда положений действующего закона «О защите конкуренции». Необходимо затронуть вопрос пороговых сумм сделок, который следует рассматривать, учитывая отраслевую специфику, характер внутриотраслевой конкуренции, что приведет к большему контролю рынка. В настоящее время заметно повышение пороговых сумм, что, по мнению ряда аналитиков, привело к снижению числа ходатайств в ФАС (около 6000 в 2007 г. по сравнению с 12000 в 2005 г.⁵⁵) и существенно сократит сроки принятия решения по слиянию и поглощению. На сегодняшний день порог рассмотрения дел начинается с компаний, имеющих 3 млрд. рублей активов или 6 млрд. рублей выручки, тогда как активы приобретаемой компании должны составлять не менее 150 млн. рублей. Отныне учитывается при сделках M&A не уставный капитал, а активы компании. ФАС Российской Федерации контролирует сделки, если речь идет о приобретении лицом или группой лиц пакетов акций в 25,5 и 75% в акционерных обществах и, соответственно, одной трети, половины или двух третей акций в обществах с ограниченной ответственностью⁵⁶. Контроль за экономической концентрацией ужесточился. Незаконным является непредставление информации о конечном владельце компании, и ФАС при этом вправе отказать при заключении сделки. Доля подобных случаев по Управлению контроля промышленности составляет более 30% отказов.

В целом, назрел комплекс вопросов в сфере государственного регулирования сделок слияния и поглощения, которые необходимо решать не только с позиции антимонопольных органов и изменений в законе «О защите

⁵⁴ Федеральный закон №135 - ФЗ «О защите конкуренции» от 26 июля 2006 года.

⁵⁵ Материалы IV Ежегодного национального форума «Слияния и Поглощения в России». \$100 миллиардный рубеж по сумме сделок M&A в России взят // Слияния и поглощения, 2008, №1-2. С.:15

⁵⁶ Материалы IV Ежегодного национального форума «Слияния и Поглощения в России». \$100 миллиардный рубеж по сумме сделок M&A в России взят // Слияния и поглощения, 2008, №1-2. С.:15

конкуренции»⁵⁷. Следующие меры, бесспорно, приведут к минимизации затрат по совершению сделок и обеспечению интересов акционеров:

- ✓ обеспечение прозрачности структуры собственности, которое выражается в использовании государственных долей в качестве инструмента большей прозрачности механизмов корпоративного управления⁵⁸;
- ✓ усиление позиции независимых регистраторов. Часто реестр акционеров является одной из основных целей компаний – захватчиков, что говорит об огромной роли регистраторов при осуществлении сделок по слиянию и поглощению;
- ✓ переход к документарному выпуску акций. Часто бездокументарная форма акций приводит к недружественному захвату реестра акционеров;
- ✓ осуществление правового аудита деятельности компании. Многие компании нуждаются в настоящий момент не только в подробном финансовом аудите, но и в тщательном правовом аудите своей деятельности, следовательно, возрастает роль процедуры due-diligence.

Необходимо устранить противоречия между Гражданским кодексом Российской Федерации и Федеральным законом «Об акционерных обществах». Нередко данные противоречия служат источником развития корпоративного конфликта и последующего жёсткого поглощения предприятия. Здесь видны разногласия в вопросах:

- ✓ о передаче полномочий исполнительного органа: Гражданский кодекс дает возможность передачи по решению общего собрания акционеров полномочий исполнительного органа общества коммерческой организации или индивидуальному предпринимателю, а в Федеральном законе «Об акционерных обществах» говорится о передаче полномочий только единоличного исполнительного органа;

⁵⁷ Федеральный закон №135 - ФЗ «О защите конкуренции» от 26 июля 2006 года


⁵⁸ Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе (основные подходы и задачи регулирования). – Вопросы экономики. 2002 №12. С. 109.

✓ о возможности выкупа акций: по Гражданскому кодексу в акционерных обществах уставом может быть установлено преимущественное право акционеров, владеющих простыми или иными голосующими акциями, на покупку дополнительно выпускаемых обществом акций. Статья 40 Федерального закона «Об акционерных обществах» данное преимущество не допускается⁵⁹;

✓ о доступности к бухгалтерским отчётам и иной документации: по Гражданскому кодексу ознакомление происходит в установленном учредительными документами порядке, в Федеральном законе «Об акционерных обществах» ограничивается право доступа при условии обладанием акционеров не менее 25% голосующих акций общества.

Для недопущения ситуаций, связанных с ошибками при проведении аудиторских проверок, которые в дальнейшем не могут привлечь к ответственности аудитора, узаконившего заведомо некорректные цифры в отчёте акционерного общества, необходимо узаконить право акционеров обращаться в суд с заявлением о признании аудиторского заключения заведомо ложным.

Стоит выделить отсутствие ряда положений, регулирующих деятельность органов общества в редакции Федерального закона «Об акционерных обществах». Не утверждён порядок основных корпоративных действий, например, информационной дивидендной политики. В результате стоит отметить отсутствие полной информационной освещенности в вопросах распределения компетенции собрания акционеров, совета директоров и исполнительных органов относительно вопроса о подтверждении внутренних положений. Для решения данной проблемы необходимо определить чёткий перечень внутренних документов, которые утверждаются решением общего собрания акционеров. К таким документам можно отнести:

 положение об общем собрании акционеров и совете директоров;

⁵⁹ Федеральный закон от 26 декабря 1995г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 05.12.2007 г.).

- ✚ регламент подготовки и проведения заседаний совета директоров;
- ✚ о правлении;
- ✚ об информационной политике в обществе;
- ✚ о дивидендной политике общества.

Участники корпоративных споров должны профессионально пользоваться арсеналом законных средств для доказательства своей правоты в арбитражных судах, тем более что этот арсенал год от года расширяется и перенастраивается в интересах участников рынка. Арбитражные судьи при рассмотрении любого иска внимательно смотрят, нарушены ли в самом деле корпоративные права участников спора, добросовестны ли они (с обеих сторон). Примерно половина рассматриваемых в арбитраже за год дел касается оспаривания решений общего собрания акционеров. Проблема участия органов государственной власти и управления в корпоративных конфликтах приобретает все большую актуальность, к которым обращаются стороны конфликта с просьбами о помощи в реализации своих законных прав. Таким образом, государственные органы оказываются втянутыми практически в любой корпоративный конфликт, иногда вне зависимости от своего желания.

Процесс проведения сделок как в России, так и в государствах – Членах ЕС в основном базируется на принципах экономической целесообразности и выгоды, законности, государственного контроля, соблюдение прав собственников, защите информации, соблюдении профессиональной тайны и т.д. Однако российская практика и анализ правового регулирования сделок доказывает тот факт, что в России не защищаются должным образом права держателей акций, в некоторых случаях имеет место лоббирование интересов отдельных коммерческих структур, четко не прописан механизм совершения сделок M&A. В противовес российской практике в данной области в государствах – членах ЕС законодательством устанавливаются не только общие принципы и правила, но главным образом детально прописана процедура совершения сделок,

права, обязанности и ответственность сторон, в том числе роль государственных и негосударственных органов, а также роль национального законодательства каждой страны в этом секторе деятельности. Как за рубежом, так и в российской практике можно наблюдать недружественные поглощения, но на европейском рынке они носят законный характер, а в России - чаще криминальный.

По нашему мнению, для российского рынка сделок слияний и поглощений необходимо:

- ✚ Ясность и прозрачность правового регулирования;
- ✚ Защита интересов держателей ценных бумаг должна быть четко урегулирована законодательством и гарантирована государством;
- ✚ Установление государственного контроля за деятельностью компаний, работающих на рынке слияний и поглощений;
- ✚ Учет опыта зарубежных компаний российскими предприятиями и адаптация международных механизмов в России.

Решение перечисленных и других задач будет способствовать установлению справедливой конкуренции на рынке, повысит законность, эффективность, прозрачность деятельности российских компаний. Мировой опыт для России бесспорно полезен. Опыт же Европы – основного торгового партнера России на настоящем этапе ее развития – заслуживает особого внимания.

3.2. Тенденции и перспективы развития рынка слияний и поглощений в России.

Процесс развития слияний и поглощений в России идет по-нарастающей, при этом четко прослеживается тенденция к формированию цивилизованного рынка дружественных слияний и поглощений. Однако сейчас устоявшейся практики и отлаженного законодательства в этой области в России пока нет, по причине отсутствия которых компаниям, намеревающимся осуществить сделку по слиянию или поглощению, часто приходится проходить на ощупь весь

длительный путь корпоративных преобразований.

На тенденцию развития оказывают влияние ряд факторов. Прежде всего, это стратегия. Без стратегии, без осознания конечной цели слияния (поглощения) сделка провалится, и неважно, в какой правовой среде ты находишься — в российской юрисдикции, в англосаксонской, в американской или в еще какой.

Второе — это, конечно, организация сделки. У каждой из объединяющихся компаний есть свой менеджмент, своя культура, традиции, правила, собственное понимание ведения бизнеса. Если нет представления о том, как эти две организации надо интегрировать, чтобы они потом профессионально работали, не будет успешной и сама сделка по слиянию или поглощению. Российский опыт уже дает немало примеров того, как такие сделки осуществляются между иностранными и российскими компаниями, работавшими на нашем рынке 10-15 лет. И взаимодействие культур в процессе сделки оказывается одним из самых сложных моментов. Основные проблемы начинаются потом, когда две компании должны работать как интегрированное сильное сообщество.

Следующий, третий элемент успеха — это бренд. Обычно после слияния используется один из двух вариантов: либо единый бренд, либо бренд, ранее принадлежавший одной из компаний. При осуществлении сделки стороны должны знать какой будет маркетинговая политика, с каким брендом это делать и в каком направлении.

Четвертый элемент — это, конечно, правовое сопровождение сделки. Можно сказать, что это важнейший элемент: большое значение имеет как действующее законодательство, регламентирующее данный вид деятельности, так и профессионализм юридического управления или юриста компании.

Не последнюю роль играет в сделках M&A соблюдение сторонами норма профессиональной этики.

При учете всех вышеперечисленных факторов возможно целостное развитие сделок слияния и поглощения.

Рынок слияний и поглощений – перспективное направление развития в финансовой системе Российской Федерации. Развитие этого рынка может идти по нескольким направлениям. При этом необходимо учитывать ряд специфических особенностей сделок слияний и поглощений в нашей стране:

✚ Во-первых, приобретения контроля над активами путем использования силового, пробелов в корпоративном законодательстве, зачастую с использованием мошеннических схем с подделкой документов, подкупом судей и другими подобными методами.

✚ Во-вторых, это превышение стоимости активов компании над ее стоимостью как бизнеса.

✚ В-третьих, «сверхконцентрация» собственности – главные акционеры стараются обеспечить себе пакет акций как минимум 75%; а также низкая прозрачность деятельности компаний.

✚ В-четвертых, низкая развитость финансового рынка, в результате чего недостаточно развиты процессы финансирования сделок слияний и поглощений с помощью заемных средств, в том числе банковских кредитов и облигаций.

✚ В-пятых, неразвитость институтов профессиональных консультантов на этом рынке, роль которых за рубежом преимущественно выполняют инвестиционные банки, а также еще множество особенностей.

Дальнейшее динамичное развитие рынка M&A сделок на российском рынке будет происходить согласно следующим тенденциям:

- Обязательным условием становится большая открытость, прозрачность и публичность сделок слияния и поглощения;
- Увеличение количества сделок, а не их концентрация в отдельных отраслях экономики;
- Увеличение количества сделок, сторонами которых являются негосударственные компании, так как в настоящее время именно

государство и государственные компании остаются пока решающим фактором, определяющим рынок поглощений и слияний.

- Совершение сделок, для которых характерен неординарный подход: использование новых финансовых инструментов, например, обмен акциями, дальнейшее развитие IPO, новые виды кредитование с привлечением зарубежных компаний.
- Уменьшение количества сделок криминального характера (недружественные поглощения)
- Четкое правовое регулирование процесса совершения сделок с прописанными в законодательных актах механизмами их осуществления, что позволит обеспечить законность и публичную отчетность сделок поглощения и слияния.
- Усиление государственного контроля за процессом сделок слияния и поглощения в отраслях, для которых характерна монополизация и которые наиболее важны для российской экономики.
- Все большее количество российских компаний в условиях глобализации будут стремиться к выходу на западный рынок слияний и поглощений.
- Независимость рынка слияний и поглощений от политической ситуации в стране, открытость рынка для общественных структур и средств массовой информации.
- Будет характерна консолидация региональных рынков и появление на региональном уровне крупных игроков: одной из черт сегодняшнего российского рынка слияний и поглощений является региональная экспансия. Этому способствуют интенсивная конкуренция между основными игроками, ограничение дальнейшего роста в центральных регионах, необходимость развития филиальных сетей и значительный потенциал региональных рынков. Стремление противостоять натиску федеральных конкурентов приводит к консолидации.

- Покупка российскими компаниями иностранных активов будет все более распространенной стратегией для таких развитых отраслей как нефтегазовый и металлургический сектор, а также сектор телекоммуникаций. С ее помощью компании получают возможность выхода на новые рынки, улучшат качество продукции и диверсифицируют риски.

Анализ рынка слияний и поглощений свидетельствует о качественных улучшениях, что связано с привлечением финансовых консультантов и осознанием менеджментом компаний необходимости повышать привлекательность бизнеса в глазах инвесторов. Тем не менее, эксперты КПМГ отмечают присутствие на рынке ряда сдерживающих факторов (например, ограниченные возможности привлечения финансирования, низкая доля участия фондов прямых инвестиций). Устранение подобных препятствий со временем может привести к увеличению числа M&A сделок.

По мнению автора, прогнозируются положительные тенденции и дальнейший рост рынка в 2008-2009 году. Кроме того, в дальнейшем ожидается существенное увеличение объема рынка слияний и поглощений в среднесрочной перспективе, а также продолжение диверсификации и оптимизации его отраслевой структуры. Рост активности трансграничных сделок, подготовка к IPO рядом российскими компаниями, развитие законодательного регулирования сделок по слиянию и поглощению, а также привлечение опыта иностранных специалистов качественно улучшат этот сегмент рынка и повысят его инвестиционную привлекательность.

Заключение

В данной работе были рассмотрены вопросы российского опыта проведения

сделок слияния и поглощения, определены мотивы, выделены способы финансирования и их оптимизация, перспективы развития данного рынка.

Обобщая можно выделить, что концентрация собственности в России достаточно велика, и значительная часть операций M&A осуществляется в рамках расширения, реструктуризации или диверсификации деятельности российских холдингов. Это устоявшаяся тенденция, но в последние два года возросло количество крупных российских инвесторов, продающих свои активы. Большинство российских владельцев активов, по сути, частные инвесторы, которые стремятся получить на инвестиции довольно высокий годовой доход и готовы реализовать свои активы по хорошей цене. Кроме того, в последние годы российские компании готовы платить «справедливую рыночную цену» за активы. Это приводит к снижению доли операций, которые называются «творческие поглощения» — преднамеренное банкротство, размывание акционерного капитала или прямое использование силы. Большая часть «доступных» активов уже консолидирована в холдингах и финансово-промышленных группах

В результате изученной методологической базой стоит сказать, что одна из немаловажных особенностей российского рынка M&A — закрытость информации. Множество малых и средних сделок осуществляется непублично. Данный фактор приводит к тому, что участники рынка часто не знают имени покупателя или сумму сделки по слиянию.

Характерной особенностью российского рынка M&A стало наличие довольно значительного числа сделок, не носящих горизонтальный или вертикальный характер, а являющихся итогом стремления покупателя к диверсификации, выходу на новый для себя рынок или портфельными инвестициями. Такие сделки совершались практически во всех отраслях

Прошли времена дешевых активов. За последние годы значительно возросла средняя стоимость единицы активов, сложнее стала структура заключаемых M&A-сделок. Проведение сделки требует большой работы

профессионалов. Необходим ответ на вопрос, является ли приобретение данного актива оптимальной стратегией развития компании, правильно ли выбран объект поглощения. Не менее важно грамотно юридически и менеджменски провести переговоры и выработать приемлемые для обеих сторон условия. От всего этого зависит, будет ли сделка успешной или нет. Когда в реализации миллиарды рублей, ошибки при проведении трансакций могут дорого обойтись акционерам компаний. Избежать многих ошибок поможет привлечение профессионалов — финансовых консультантов M&A-сделок

Активными участниками процесса слияний и поглощений в ближайшее время могут оказаться государственные компании и государственные корпорации. И если в целом эксперты дают позитивный прогноз перспективе отечественного рынка слияний и поглощений в 2008 году, то ясно, что, реальное развитие событий будет зависеть от различных факторов, например, мирового финансового кризиса

Конечно же, приобретение компании требует дополнительного привлечения управленческого ресурса, предполагает затраты и временные потери, в процессе интеграции происходят ошибки, но выгода, которую получают в итоге, с этим несоизмерима. Таким образом, компания демонстрирует, что в России возможна успешная реализация западных стратегий роста компании за счет сделок поглощений, при этом учет нормативно - правового регулирования сделок по слиянию и поглощению в государствах – членах ЕС, а также процедурных вопросов их применения смогло бы повысить эффективность подобного рода сделок на российском рынке, особенно это важно для сделок, где участником выступает государство.

Список использованной литературы

Нормативно-правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая, вторая и третья // Консультант Плюс
2. Федеральный закон от 26 декабря 1995г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 05.12.2007 г.).
3. Федеральный закон «О защите конкуренции» от 26 июля 2006 года., №135 – ФЗ
4. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 11.10.1999 г. № 46-ФЗ (в ред. Федерального закона от 27.12.2005 г. № 194-ФЗ) // Консультант Плюс
5. Федеральный закон от 11 апреля 1996г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в редакции от 26.04.2007 г.).
6. Федеральный закон "Об обществах с ограниченной ответственностью" от 08.02.1998 N 14-ФЗ
7. Федеральный Закон от 14.11.2002 N 161-ФЗ (ред. от 08.12.2003) «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях»
8. ”Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности”, утвержденные Постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 №519.
9. Положение о Федеральной антимонопольной службе, утвержденное Постановлением Правительства РФ от 30 июня 2004 года. №331.

Учебники и монографии

10. Анисимов С. Рейдерство в России – особенности национального захвата. - Санкт-Петербург: Вектор, 2007
11. Гвардин С. Выход из бизнеса с максимальной прибылью. –М.: 2008
12. Гвардин С., Чекун И. Слияния и поглощения – эффективная стратегия для России. Питер: 2007

13. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация Бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
14. Игнатишин Ю. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. –Спб. : Питер, 2005
15. Ионцев М,Г. Корпоративные захваты – слияния, поглощения, гринмейл. – М.: Ось-89, 2008
16. Калашников Г.О. Слияния и поглощения компаний по праву европейского союза. – М.: Международные отношения, 2007
17. Лимитовский М.А., «Инвестиции на развивающихся рынках.- М.: ООО Издательско- Консалтинговая компания «ДЕКА», 2002
18. Львов Д.С., Сорокин Д.Е. Россия в глобализирующемся мире: стратегия конкурентоспособности. –М.: Наука, 2005
19. Рид С., Лажу А. Искусство слияний и поглощений. Пер с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
20. Рубцов Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
21. Рудык Н.Б. Конгломеративные слияния и поглощения. Книга о пользе и вреде непрофильных активов. –М.: Дело, 2005
22. Фаенсов М.И., Пиманова А.А. Рейдерство. М.: Альпина-Пресс, 2007
23. Фрэнк Эванс, Дэвид Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2004

Российские периодические издания

24. Бельшева И., Козлов Н. Оценка бизнеса для целей M&A – Инфраструктура рынка оценки в России. // Слияния и поглощения №1-2, 2008
25. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний. // Менеджмент в России и за рубежом 1999, №1
26. Гребенкин А.С. «Современные тенденции дивидендной политики российских компаний». // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления, 2007, № 6 (19).
27. Зайков А. «Рекордные итоги 2007 года на рынке M&A: 12 тренд – маркеров» // Слияния и поглощения. №1-2, 2008
28. Забелло Я. Инвестбанкинг по-русски, Слияния и Поглощения, №1-2, 2008
29. Игнатишин.Ю. Исследование российского рынка слияний и поглощений в 2006 году. // Рынок ценных бумаг. - 2007 - №6.
30. Материалы IV Ежегодного национального форума «Слияния и Поглощения в России». \$100 миллиардный рубеж по сумме сделок M&A в России взят // Слияния и поглощения, 2008, №1-2.
31. Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок ценных бумаг. - 2005, № 15
32. Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе (основные подходы и задачи регулирования). – Вопросы экономики. 2002 №12. С. 109.
33. Степанов Д. И. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров // Хозяйство и право, 2006, N 3-6.
34. Суверенов С., Третьяков А. Ценообразование и ликвидность рынка корпоративных облигаций // Рынок ценных бумаг. – 2006. № 10
35. Тутыхин В. Оффшорные рейдерские риски: мифы и реальность // Слияния и поглощения, 2008, №1-2
36. Царев М. Нужно постигать правила игры на западных рынках. // Слияния и поглощения. – 2007. - №3

37. Шаленкова О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок М&А//Слияния и поглощения. – 2008. - №1-2 (59-60)
38. Шлык П. «Тенденции на рынке IPO в Европе»// Биржевое обозрение, 2007, № 5 (19)

Литература на иностранных языках

39. The Initial Public Offering. A Guidebook for Executives and Boards of Directors. Second Edition./Bowne, June 8, 2007
40. Harvard Business Review on M&A. Harvard Business School Publishing, 2001
41. <http://eur-lex.europa.eu> - European Commission Listing Particulars Directive (8-/390/EEC)
42. Derek A. Bloom, K. Ratnikov. Corporate takeovers, Russian style: how to defend against them. // Coudert Brothers llp, 2003.
43. Growing Through Acquisitions: The Successful Value Creation of Acquisitive Growth Strategy.// Boston Consulting Group Report. – May 2004
44. Directive 2005/56/EC of the European Parliament and of the Council of 26 October 2005 on cross-border mergers of limited liability companies // OJ L 310, 25.11.2005. P.1
45. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids // OJ L 142, 30.04.2004. P. 12-23.
46. Third Council Directive 78/855/EEC of 9 October 1978 based on Article 54 (g) of the Treaty concerning mergers of public limited liability companies //OJ L 295, 20.10.1978. P. 36-43.
47. Sixth Council Directive 82/891/EEC of 17 October 1982 based on Article 53(3) (g) of the Treaty/ concerning the division of public limited liability companies // OJ L 378, 31.12.1987. P.47-54

Internet и прочие информационные ресурсы

48. www.ma-journal.ru – сайт журнала “Слияния и поглощения”
49. www.mergermarket.com – глобальный информационный ресурс по сделкам M&A
50. www.kpmg.ru – сайт компании KPMG
51. www.cbonds.ru
52. www.cbr.ru - Официальный сайт Центрального Банка России
53. www.ey.com – сайт компании Ernst&Young
54. <http://www.micex.ru> - Аналитические отчеты ММВБ
55. <http://www.rts.ru> - Аналитические отчёты РТС
56. www.mergers.ru – российский информационный портал, посвященный проблемам M&A.

Приложение

Приложение 1.

Преимущества и недостатки источников финансирования с использованием заемного и акционерного капитала⁶⁰.

Способ финансирования	Преимущества	Недостатки
Банковский кредит	<ul style="list-style-type: none">• Информация, раскрываемая предприятием, доступна ограниченному кругу лиц• Отсутствие необходимости привлекать сторонних консультантов• Относительная быстрота получения• Отсутствие дополнительных издержек (при регистрации, продажи ценных бумаг и др.)	<ul style="list-style-type: none">• Дорогой источник, высокая процентная ставка• Необходимость залога или другого обеспечения.• Ограниченность в сроках привлечения• Не формируется публичная история предприятия• Экономическая неопределенность в стране на длительную перспективу делает данный инструмент более уязвимым с точки зрения надежности и возвратности .как для предприятия, так и для банка.

⁶⁰ Составлено автором по: Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок ценных бумаг. - 2005, № 15.-е. С. 52-53.

<p>Вексельный заем</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Упрощенная процедура допуска на публичный рынок • Отсутствие регистрации выпуска • Меньшие сроки подготовки и выхода на рынок • Привлечение коротких денег на покрытие текущих программ • Формирование публичной истории эмитента • Объем раскрываемой информации об эмитенте минимален • Наименее затратный инструмент 	<ul style="list-style-type: none"> • Ассоциация вексельного инструмента с ненадежным финансовым инструментом, а как следствие, наличие затруднений в процессе поиска и привлечения инвесторов • Краткосрочный инструмент привлечения финансирования • Более рискованный для инвестора, а следовательно, и более дорогой для эмитента • Низколиквидный инструмент • Практически отсутствует развитый вторичный рынок векселей
<p>Облигационный заем</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Формирование публичной истории эмитента • Контроль над предприятием остается в руках собственников и руководства • Не происходит т.н. «размывание» капитала в общей структуре акционерной собственности. • В сравнении с вексельным рынком, отличается наличием более ликвидного вторичного рынка • Процентная ставка по купонным платежам (в случае фиксированной ставки или плавающей) дает возможность руководству организации планировать предстоящие расходы, связанные с выплатой очередных аннуитетных платежей • Более стандартизированный процесс, в сравнении с привлечением акций 	<ul style="list-style-type: none"> • Обязательная регистрация выпусков ценных бумаг • Облигационный заем - долговой инструмент привлечения ресурсов, что приводит к постоянным изменениям показателя «финансового рычага», а следовательно, и платежеспособности предприятия • Более затратный способ привлечения ресурсов • Объем раскрываемой информации неограниченному кругу лиц увеличивается

<p>Размещение акций</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Привлекаются ресурсы на длинной основе • Отсутствие долгового бремени • Повышается стоимость компании • Акции - долевым инструментом, не влияющим на показатель «финансового рычага» • Величина выплачиваемых дивидендов корректируется на общем собрании акционеров, поэтому размер дивидендов может постоянно корректироваться в «удобных» для предприятия направлениях • Повышается узнаваемость предприятия, а следовательно, и рейтинг, имидж • Возможность оценить предприятие по настоящей рыночной цене • Повышается качество корпоративного управления • Возможность выгодного выхода из бизнеса. 	<ul style="list-style-type: none"> • Разработка сценария привлечения долевого финансирования - процесс индивидуальный, трудоемкий, а, следовательно, наиболее затратный • Происходит «размывание» акционерной собственности • Длительный временной период от момента принятия решения до завершения этапа привлечения денежных средств • Размер выплачиваемых дивидендов не уменьшает налогооблагаемую базу по налогу на прибыль предприятия • Публичность предприятия предполагает постоянный контроль со стороны неограниченного круга лиц за деятельностью предприятия, руководством, менеджментом, применяемыми стандартами и т.д. • Право акционеров на получение части имущества предприятия при его банкротстве, ликвидации
-------------------------	--	--

Приложение 2.

Синдицированные кредиты, выданные российским компаниям в 2007г⁶¹.

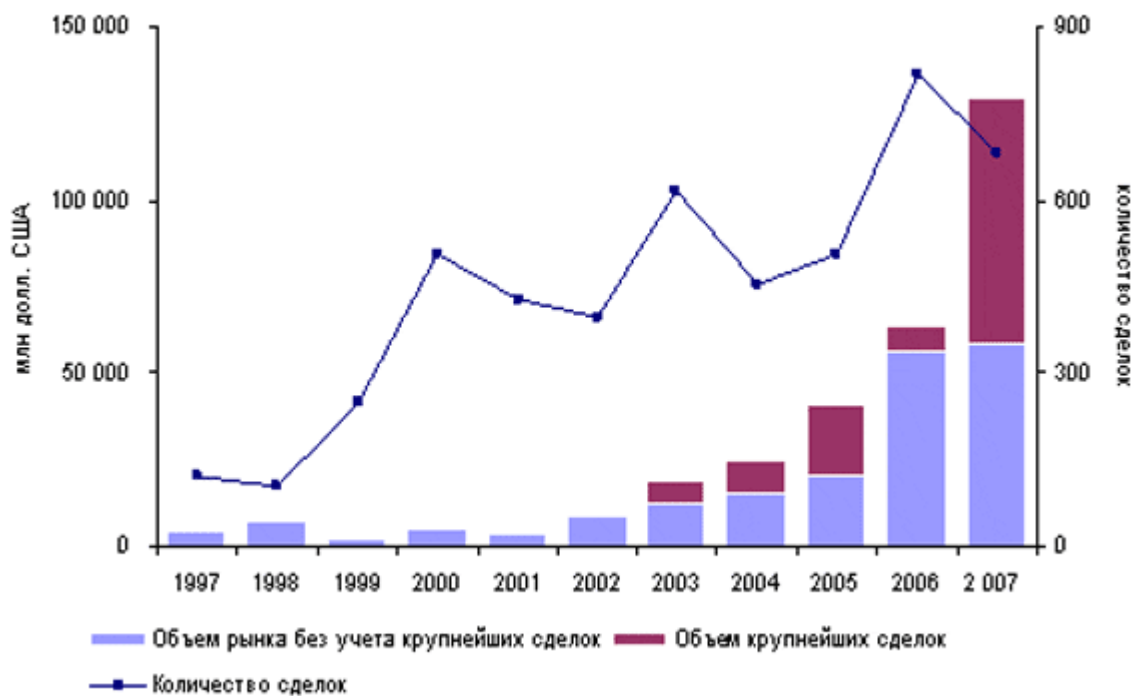
Заемщик	Сумма (млн)	Дата привлечения	Срок (мес.)
«Уралсиб»	290	Март 2007	12
Евразхолдинг	1800	Март 2007	12
КБ Центр-инвест	145	Март 2007	12
Номос-банк	91.75	Март 2007	12
«Роснефть»	13000	Март 2007	12
Бинбанк	52	Апрель 2007	12
Национальный космический банк	360	Октябрь 2007	6
Новокузнецкий муниципальный банк	220	Октябрь 2007	6
«Свеза»	200	Апрель 2007	12
Еврофинанс Моснарбанк	150	Май 2007	12
Запсибкомбанк	300	Май 2007	12
МБСП	16	Май 2007	12
Московский кредитный банк	80	Май 2007	12
Новикомбанк	330	Ноябрь 2007	6
Промсвязьбанк	125	Май 2007	12
«Ренессанс Капитал»	130	Май 2007	12
«Северная казна»	300	Май 2007	12
Эталонбанк	250	Ноябрь 2007	6
Балтинвестбанк	150	Декабрь 2007	6
Банк «Петрокоммерц»	135	Июнь 2007	12
Банк «Санкт-Петербург»	100	Июнь 2007	12
Крайинвестбанк	1000	Июнь 2007	12
Локо-банк	1000	Июнь 2007	12
МДМ-банк	307.5	Июнь 2007	12
Международный промышленный банк	57.75	Июнь 2007	12
Промсвязьбанк	200	Июнь 2007	12
УРСА Банк	63	Июнь 2007	12
X5 Retail Group	1000	Июль 2007	12
Альфа-Банк	452	Июль 2007	12
ИК «Тройка Диалог»	180	Июль 2007	12
Русь-банк	35	Июль 2007	12
«Северная казна»	20	Июль 2007	12
Славинвестбанк	67	Июль 2007	12
Банк «Национальная факторинговая компания»	60	Август 2007	12
Банк «Русский стандарт»	250	Август 2007	12
ГМК «Норильский никель»	2500	Август 2007	12
«МБА-Москва»	50	Август 2007	12
Связь-банк	32	Август 2007	12
Татфондбанк	36	Август 2007	12

⁶¹ www.cbonds.ru

УБРиР	305	Август 2007	12
УБРиР	9	Август 2007	12
УРСА Банк	104.5	Август 2007	12
ХКФ-Банк	265	Август 2007	12
Банк «Ак Барс»	100	Сентябрь 2007	12
Банк «Зенит»	135	Март 2007	18
Банк «Союз»	50	Сентябрь 2007	12
КБ «Кедр»	300	Сентябрь 2007	12
Московский кредитный банк	50	Сентябрь 2007	12
Номос-банк	93.25	Март 2007	18
Номос-банк	51	Сентябрь 2007	12
Пробизнесбанк	50	Сентябрь 2007	12
«Роснефть»	9000	Март 2007	18
Россельхозбанк	270	Март 2007	18
Экспобанк	26	Сентябрь 2007	12
Восточный Экспресс Банк	10	Октябрь 2007	12
«Мечел»	375	Октябрь 2007	12
Росевробанк	22	Октябрь 2007	12
Транскапиталбанк	34	Октябрь 2007	12
Альфа-банк	307	Ноябрь 2007	12
Банк «Санкт-Петербург»	44.5	Ноябрь 2007	12
КБ «Центр-Инвест»	1000	Ноябрь 2007	12
Кредит Европа Банк	120	Ноябрь 2007	12
АКБ Япы Креди Банк Москва	40	Декабрь 2007	12
Банк «Уралсиб»	137	Декабрь 2007	12
Еврофинанс Моснарбанк	74	Декабрь 2007	12
Локо-банк	35	Декабрь 2007	12
МДМ-банк	250	Декабрь 2007	12
Международный промышленный банк	82.25	Июнь 2007	18
Международный промышленный банк	105	Декабрь 2007	12
Пробизнесбанк	30	Июнь 2007	18
Промсвязьбанк	200	Июнь 2007	18
«Ренова»	500	Декабрь 2007	12

Приложение 3

Рис.1 Рынок слияний и поглощений в России (1997-2007)⁶²



⁶² По данным независимой информационной площадки www.mergers.ru

Рис.2.Количество сделок в 2006 –2007г⁶³.Рис.3. Количество сделок в 2006 – 2007г⁶⁴

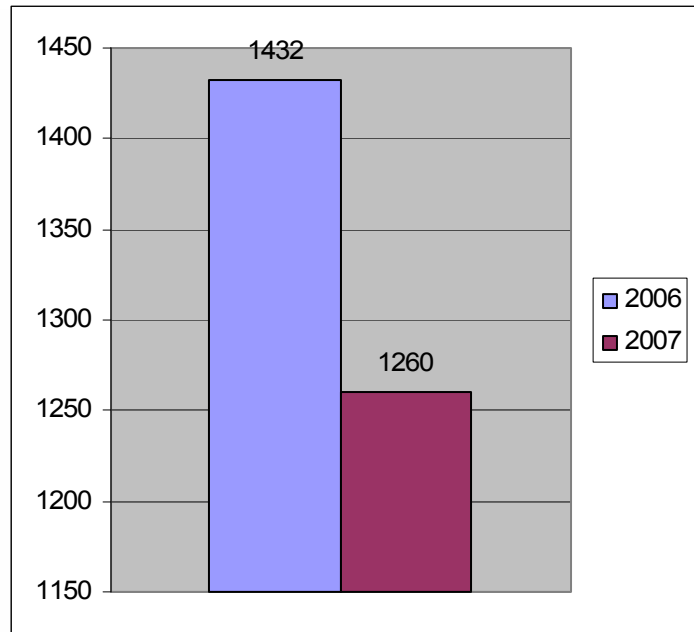
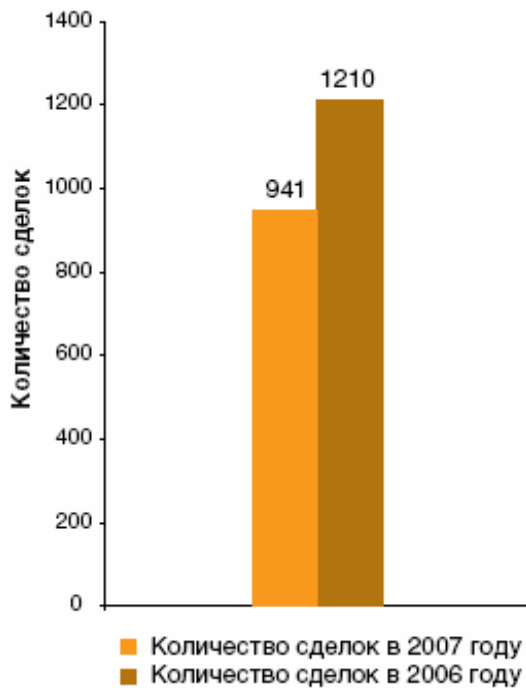
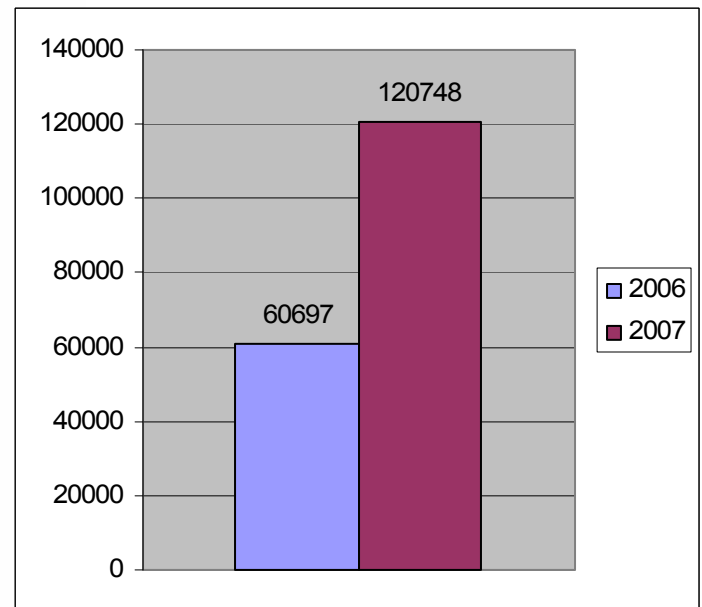
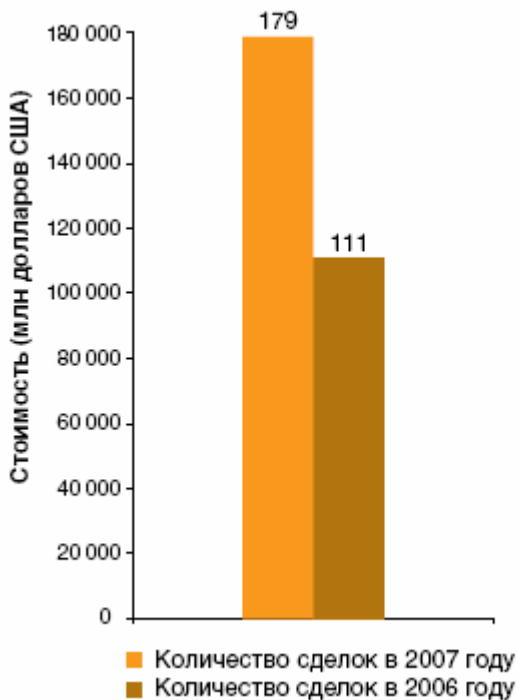


Рис.4.Стоимость сделок в 2006 – 2007г.⁶⁵ Рис.5. Стоимость сделок в 2006-2007г⁶⁶



⁶³ По данным исследования компании KPMG за 2007 год.

⁶⁴ По данным независимой информационной площадки www.mergers.ru

⁶⁵ По данным исследования компании KPMG за 2007 год

⁶⁶ По данным независимой информационной площадки www.mergers.ru

Рис.6. Количество сделок слияния и поглощения на внутреннем рынке и международные сделки с капиталом в 2006-2007 годах⁶⁷

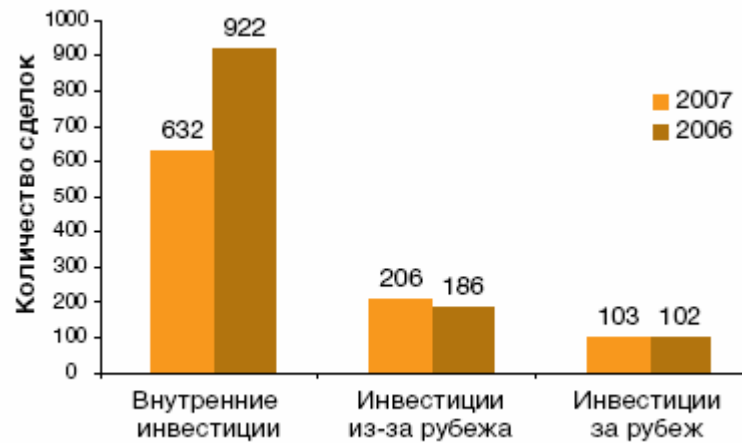


Рис.7. Крупнейшие 10 сделок в России за 2007 год⁶⁸.

⁶⁷ По данным исследования компании KPMG за 2007 год.

⁶⁸ По данным исследования компании KPMG за 2007 год.

Место в рейтинге	Инвестор	Страна инвестора	Объект сделки	Страна объекта сделки	Примерная стоимость (в млн долларов США)
1	Русский Алюминий	Российская Федерация	Сибирско-Уральская алюминиевая компания, Glencore International AG	Российская Федерация	30000
2	Роснефть	Российская Федерация	Роснефть (9,44%)	Российская Федерация	7613
3	Газпром	Российская Федерация	Сахалин Энерджи Инвестмент Компани (50%)	Российская Федерация	7450
4	Роснефть	Российская Федерация	Нефтегазовые активы (Томскнефть и другие активы)	Российская Федерация	6838
5	Роснефть	Российская Федерация	Нефтегазовые активы (Самарнефтегаз, Куйбышевский НПЗ, Сызранский НПЗ)	Российская Федерация	6416
6	ГМК "Норильский Никель"	Российская Федерация	LionOre Mining International Ltd (Предложение № 2)	Канада	6412
7	Eni SpA	Италия	Нефтегазовые активы (Участие в активах ЮКОСа, включая 100% участие в АРКТИКГАЗ, Уренгойл, НЕФТЕГАЗТЕХНОЛОГИЯ и 20% участия в Газпром нефть)	Российская Федерация	5830
8	E.ON AG	Германия	ОГК-4 (69,34%)	Российская Федерация	5775
9	Прана	Российская Федерация	Property Portfolio (Головной офис)	Российская Федерация	3876
10	Lanebrook	Российская Федерация	Сухая балка, Металлургический завод им. Петровского, Баглейкокс, Днепродзержинск кокс, Днепрококс, Южный горно-обогатительный комбинат	Украина	3654

Рис. 8. Количество сделок в различных индустриях в 2006 - 2007 годах⁶⁹.

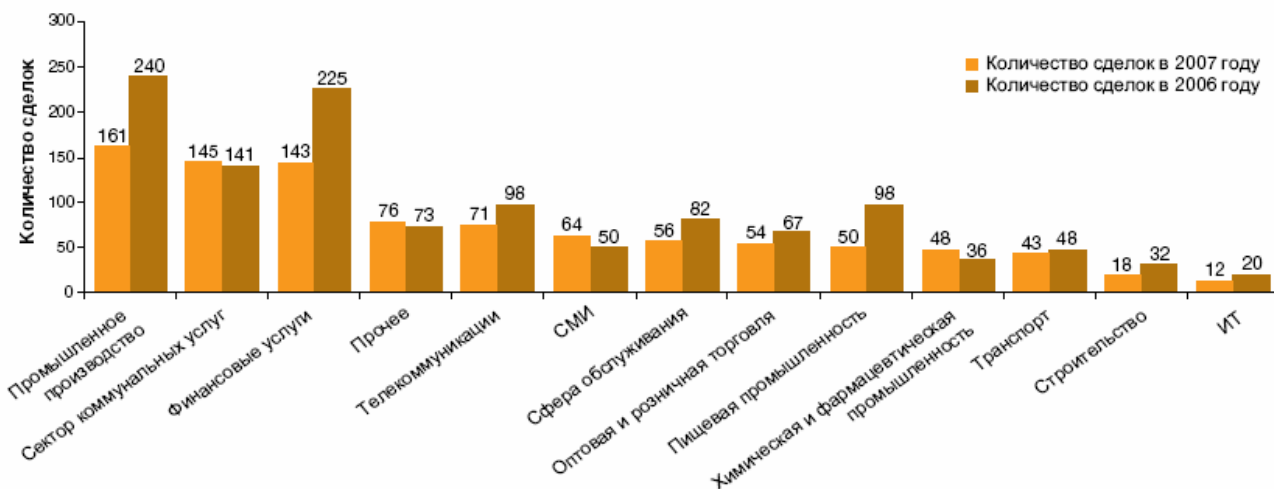


Рис. 9. Соотношение сделок по стоимости в 2007 году⁷⁰.

⁶⁹ По данным исследования компании KPMG за 2007 год

⁷⁰ По данным исследования компании KPMG за 2007 год

