Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего профессионального образования

«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Факультет «Финансы и кредит»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

Зав. кафедрой_______

«__» _________ _____ года

Выпускная квалификационная (дипломная) работа

Силаева Николая Александровича

на тему:

«Проблемы развития рынка слияний и поглощений в России»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

к. э. н., доц , начальник инспекции контроля за расходами федерального бюджета на внешнеэкономическую деятельность и доходами от реализации соглашений о разделе продукции Счетной палаты РФ Медина И.С. ______

Москва 2012

План работы:

Введение

Слияния и поглощения – сложные корпоративные процессы реорганизации бизнеса, существенно влияющие на дальнейшее развитие как отдельных компаний, так и отраслей в целом.

Известно, что в мировой практике большая часть сделок не приносит предполагаемого результата (от 60 до 75% за последние 30 лет)[1], что связано с целым рядом причин. В то время как данная особенность прослеживается и на российском рынке, на нём также присутствует ряд специфических факторов, замедляющих развитие.

Актуальность данной темы подтверждается фактическими данными о развитии российского рынка слияния и поглощений. Например, в недавно опубликованном компанией КПМГ отчёте о российском рынке слияний и поглощений в 2011г[2]. говорится, что в то время как мировой рынок за последние два года отыграл посткризисный спад (по суммарному объёму сделок), снижение активности на отечественном рынке в последние годы было гораздо более серьезным, и объём сделок в прошлом году составил менее 50% от уровня 2006 года.

В данной работе ставится цель изучения основных проблем развития российского рынка слияний и поглощений на данном этапе и возможностей их преодоления. Задачи работы – изучение сущности и мотивов осуществления слияний и поглощений, проведение анализа рынка, выявление ключевых тенденций его развития и рассмотрение возможностей его развития за счёт использования зарубежного опыта осуществления сделок.

[1] Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions, and Alliances, Revised and Updated Mitchell Lee Marks, Philip H. Mirvis, October 2010, Jossey-Bass

[2] Обзор КПМГ – "Рынок слияний и поглощений в России в 2011 году", март 2012г.

Предметом исследования являются проблемы финансового структурирования, оценки компаний и процессов проведения сделок по слиянию и поглощению.

Теоретической и методологической основой работы являются научные труды российских и зарубежных теоретиков и практиков рынка слияний и поглощений. Среди зарубежных авторов можно отметить Асвата Дамодарана, Патрика Вигери, Скотта Меллера, Ричарда Брейли, Зви Боди, Кристофера Мерсера и М.Мартынову. Также можно отметить работы Б. Рудыка, А. Молотникова и Ю. Игнатишина, в которых освещено функционирование российского рынка корпоративного контроля.

Объектом исследования являются сделки, проводимые на российском рынке слияний и поглощений в 2009-2012гг. При этом информационной основой исследования являлись специализированные базы данных о сделках Bloomberg и Mergermarket, аналитические обзоры инвестиционных банков (на основе системы Thomson Reuters) и открытые источники (периодические издания, специализированные интернет-ресурсы).

В первой главе работы рассматриваются теоретические основы проведения слияний и поглощений. Определяется понятийный аппарат, даётся классификация различных видов сделок и рассматриваются практические мотивы их осуществления. Последнее имеет большое влияние на успех проведения транзакции, что далее отражено в работе при анализе проблем рынка корпоративного контроля.

Во второй главе рассматриваются практические аспекты проведения слияний и поглощений в России. Глава начинается с краткого обзора текущего состояния национального рынка и выявления ключевых тенденций, наблюдаемых на нём в настоящее время. Показано, что необходимое условие успешного проведения сделки – правильный выбор механизма структурирования, и в следующем разделе рассмотрены проблемы использования основных видов финансовых инструментов на российском рынке. Далее проанализирована одна из крупнейших сделок за последние годы – слияние “Уралкалия” и “Сильвинита”. На этом примере выявлены проблемы ликвидности ценных бумаг, обращающихся на российском фондовом рынке, корпоративного управления и защиты интересов миноритарных акционеров, которые присущи для всего национального рынка корпоративного контроля в целом. Показано, что, в случае проведения сделок малого и среднего размера, этот перечень существенно расширяется.

В третьей главе рассмотрены возможности использования зарубежного опыта по проведению сделок (LBO, MBO и обратное поглощение) в российской практике и общие перспективы развития рынка. Показано, что, несмотря на то, что применение данных механизмов осложнено рядом проблем, их развитие перспективно для российского рынка. В следующем разделе главы проведён анализ тех ключевых факторов, которые повлияют на развитие российского рынка корпоративного контроля в ближайшие годы.

Глава 1 Теоретические основы проведения слияний и поглощений компаний

1.1 Сущность слияний и поглощений как форм реорганизации компаний

Стратегии роста компаний можно разделить на основе их источников на две группы – органические и неорганические.

К источникам первой группы относятся два составляющих – рост компании за счёт собственных средств и рост за счёт увеличения доли на рынке.

Потенциал собственных активов обеспечивает органический рост выручки компании за счет роста самих сегментов рынка, в которых она осуществляет свою деятельность. Сюда же относится влияние покупки или продажи активов на рост бизнеса компании, обусловленное динамикой соответствующих сегментов рынка (по истечении года со времени проведения сделки). Потенциал собственных активов компании поэтому считается показателем ее стратегической эффективности.

Увеличение доли рынка обеспечивает органический рост компании благодаря захвату рыночной доли конкурентов.

Вторая группа источников представляет собой *неорганический рост* компании, связанный с выходом на рынок корпоративного контроля и вовлечением в процессы слияний и поглощений.

Стратегия органического роста компании является менее рискованной, предполагает равномерный рост бизнеса путём развития ключевых направлений деятельности и повышения квалификации персонала за счет собственных сил.

Стратегия неорганического роста, напротив, являясь более рискованной, даёт возможности для более быстрого роста компании, усиления конкурентной позиции, а также выхода на новые отраслевые и географические рынки.

Каждая стратегия обладает своими преимуществами и недостатками. Для определения чёткой картины мы ниже проанализировали эти стратегии по отдельности:

Стратегия органического роста

Преимущества	**Недостатки и ограничения**
Полное сохранение независимости компании	Ограниченная возможность существенного увеличения размера компании в краткосрочном периоде
Эволюционное развитие системы управления компании; отсутствие рисков, связанных с быстрым расширением бизнеса	Ограниченность роста компании в условиях медленно растущего рынка
Относительно низкие затраты по реализации стратегии	Ограниченные возможности при диверсификации бизнеса в новые перспективные сферы деятельности ввиду отсутствия необходимых знаний и опыта внутри компании
Низкие риски, связанные с конфликтом интересов клиентов и финансовыми потерями	Дополнительные финансовые затраты на развитие технологий и персонала внутри компании

Стратегия неорганического роста

Возможность быстрого роста и укрепление конкурентной позиции за счет выхода на новые рынки, приобретение новых материальных и нематериальных ресурсов	Потенциальные конфликты интересов менеджмента объединившихся фирм
Возможность достижения синергетического эффекта за счет объединения опыта, знаний, технологий, персонала и ресурсов, эффекта масштаба	Высокие затраты на реализацию стратегии, краткосрочное снижение прибыльности компании Необходимость значительных временных и финансовых затрат для проведения последующей интеграции
Возможность снижения рисков за счет диверсификации деятельности	Риски резкого изменения внутрифирменной культуры и стратегии
Возможность выгодного инвестирования денежных средств в случае недооцененности рынком приобретаемой компании	Высокий риск неверной оценки стоимости приобретаемой компании

Необходимо отметить, что многие компании применяют обе рассмотренные стратегии в совокупности. Нередки случаи, когда органический рост приоритетен для компании, но она осуществляет приобретения для выхода на конкретные рынки или получения специфических ресурсов, необходимых для дальнейшего развития.

Реализация стратегии неорганического роста, как правило, связана с определенными мотивами совершения сделок. Эта тема подробно рассмотрена в параграфе 1.3.

П. Вигери, С. Смит и М. Багаи в своей книге “Рост бизнеса под увеличительным стеклом “[3] предлагают *метод декомпозиции роста*, с помощью которого они анализируют источники роста. Согласно исследованию авторов, в крупной компании потенциал собственных активов обеспечивает рост в среднем на 6,6%, слияния и поглощения — на 3,1%, увеличение доли рынка — на 0,4% .

Слияния и поглощения являются важным источником роста. П. Вигери, С. Смит и М. Багаи, провели регрессионный анализ[4], согласно которому различия в темпах роста с 1999 по 2008г. на 33% объясняются их активностью на рынке корпоративного контроля.

Понятие слияний и поглощений

[3] Патрик Вигери, Свен Смит, Мердад Багаи - Рост бизнеса под увеличительным стеклом, "Манн, Иванов и Фербер", — 2009, глава 2
[4] Патрик Вигери, Свен Смит, Мердад Багаи - Рост бизнеса под увеличительным стеклом, "Манн, Иванов и Фербер", — 2009, глава 2

Рассмотрим более подробно, что представляют собой слияния и поглощения. Как было показано выше, сделки по слиянию и поглощению являются одними из форм *реорганизации компании*, реализующей стратегию неорганического роста.

Российское законодательство на данный момент не предусматривает четкого определения понятия реорганизации юридического лица. Нормы, установленные 57-60 ГК РФ, описывают реорганизацию через её формы – слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование. Реорганизация предполагает правопреемство, при котором переходят как права, так и обязанности.

Современный экономический словарь определяет реорганизацию как "преобразование, переустройство организационной структуры и управления предприятием, компанией, при сохранении основных средств, производственного потенциала предприятия"[5].

В западной литературе нет точного синонима понятию "реорганизация". При описании присоединений, слияний и поглощений, используется термин "corporate restructuring" (корпоративная реструктуризация). Это достаточно широкое понятие, обозначающее как организационные изменения, так и изменения в структуре капитала, активов и обязательств. [6]

В данной работе под реорганизацией будет пониматься совокупность мероприятий, связанных с реорганизацией акционерного капитала компании - при слияниях, поглощениях, разделениях и преобразованиях. По мнению автора, такое определение в наилучшей степени отражает экономическую сущность процесса реорганизации.

---

[5] Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б.Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М,2007. — 495 с

[6] Creating Value Through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups Stuart C. Gilson, Edward I. Altman - John Wiley and Sons, 2010 - 814 c

Согласно распространенному подходу, процессы реорганизации компаний разделяются на два типа – интеграционные (слияния и поглощения) и дезинтеграционные (выделение, разделение) [7].

Далее в данной работе рассматриваются две наиболее распространенные формы интеграционной реорганизации компаний – слияния и поглощения.

Слияние

Слияние (англ. Merger) - объединение, как правило добровольное, имущества и деятельности двух или нескольких компаний с целью создания новой компании или поглощения этих компаний одной из них[8].

Согласно Федеральному закону "Об акционерных обществах", слияние – это “возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних”. Сам термин “слияния” был позаимствован из английского языка, но в иностранной литературе он в первую очередь связан с акциями публичных компаний, имеющих хождение на рынке.[9]

Поглощение

В российском законодательстве отсутствует понятие поглощения компаний. Наиболее близкое юридическое понятие, используемое в российской практике – это присоединение.

Согласно Федеральному закону "Об акционерных обществах", присоединение - это “прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу”. Широко распространён аналог этого термина из зарубежной практики – поглощение (acquisition).

[7] Ю. В. Игнатишин - Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы
[8] Современный экономический словарь
[9] Молотников А. Слияния и поглощения. Российский опыт; - Вершина, 2006, 336 с

Например, в октябре 2010г ОАО «Комстар-ОТС» принял решение по реорганизации своей 100% дочерней компании ЗАО «Комстар-Регионы» в форме присоединения к ней 16-ти акционерных обществ, входящих в Группу компаний «Комстар-ОТС».

Р.Фостер и Р.Александра, авторы одного из самых авторитетных трудов по теме слияний и поглощений[10], определяют поглощение как процесс, предполагающий, что акции или активы корпорации становятся собственностью покупателя. Также интересна их точка зрения по поводу различия между слиянием и поглощением – большинство сделок по приобретению контрольной доли в компании являются поглощениями, а слияние происходит только тогда, когда менеджеры намерены развивать объединенную компанию как одно целое (авторы отмечают, что нередки случаи, когда после сделки корпорация решает, что поглощенная компания должна оставаться неформальным дочерним обществом).

На наш взгляд, в определении Р.Фостер и Р.Александра происходит смешение понятий слияния и интеграции двух компаний после сделки (post-merger integration). Последнее представляет собой отдельный, очень важный, процесс, требующий тщательного планирования. На практике при интеграции после проведения сделки менеджменту необходимо обратить внимание на усиление лидерства в компании, улучшение системы коммуникаций, четкое определение обновленной корпоративной культуры, мониторинг стабильности функционирования ключевых генерирующих доход подразделений после сделки, пристальное отслеживание восприятия изменений клиентами)[11].

Другие зарубежные авторы, как правило, жёстко не разграничивают понятия слияния и поглощения. Например, в своей книге «Принципы корпоративных финансов» Р. Брейли и С. Майерс не дают определения этим

---

[10] Рид Стэнли Фостер, Рид Лажу Александра. Искусство слияний и поглощений, М., Альпина Бизнес Букс, 2004

[11] Real-World PMI - Learning from Company Experiences, Peter Strüven, BCG perspectives, JUNE 09, 2009

терминам, а в русском переводе их работы[12] (под редакцией Т.Б. Крыловой) оба понятия (mergers – слияния и acquisitions – поглощения) обозначены как слияния.

В данной работе, на наш взгляд, целесообразнее придерживаться традиционного определения слияний и поглощений (присоединение), связанного с юридическими формами функционирования компаний после сделки (Федеральный закон "Об акционерных обществах"). Такой подход позволяет наиболее объективно отразить сущность рассматриваемых процессов реорганизации.

Необходимо отметить, что на современном рынке слияний и поглощений граница между этими типами сделок довольно размыта. Так как в большинстве сделок не происходит прекращения обоих обществ, они должны классифицироваться как поглощения[13]. С другой стороны, в большинстве случаев объектом сделки является менее чем стопроцентная доля компании. Поэтому, строго говоря, назвать такие сделки присоединением, с юридической точки зрения, тоже неверно.

Дезинтеграционные процессы тоже играют большую роль на рынке реорганизации компаний, и теоретики и практики рассматривают их как составляющую рынка слияний и поглощений.

Разделение

Согласно Федеральному закону "Об акционерных обществах", разделение – это прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Такая реорганизация в последние годы была характерна для естественных монополий. Основные цели – демонополизация отраслей и привлечение инвестиций. Пример классического разделения – разделение РАО "ЕЭС России" в 2008 , в

[12] Принципы корпоративных финансов. Брейли Р., Майерс С; 2-е русск. изд. (пер. с 7-го междунар. изд.) - М.: Олимп-Бизнес, 2008. — 1008 с.
[13] Обзор компании KPMG "Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году"

результате которого образовалось 23 независимых компании, а само юридическое лицо РАО "ЕЭС России" перестало существовать.

В 2010г встал вопрос о разделении украинского государственного холдинга "Нафтогаз" на независимые по видам деятельности компании. Это является ключевым требованием ЕС для выделения многомиллионных средств для модернизации газотранспортной системы страны. Считается, что такое разделение будет экономически нецелесообразным, т.к. функционирование компаний в газовой отрасли более эффективно при интеграции. Возможное решение – оформление дочерних предприятий Нафтогаза в качестве независимых юридических (с сохранением в структуре холдинга).

Выделение

Согласно Федеральному закону "Об акционерных обществах"**,** выделение - это “создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего.”

Например, в 2008г. Мечел осуществил выделение своего горнодобывающего бизнеса в самостоятельную компанию. Перевод горнодобывающих активов на баланс компании “Мечел-Майнинг” проводился в рамках подготовки к IPO, которое в силу негативных политических и экономических факторов было отложено до 2010г.[14]

[14] http://www.maonline.ru/mna/13997-.html - сайт maonline.ru, статья “Мечел передаст своей «дочке» управление горнодобывающими активами” от 08/09/2008

1.2 Подходы к классификации сделок по слиянию и поглощению

По степени изменения корпоративного контроля (размеру приобретаемой доли) сделки слияния и поглощения разделяются на:

Слияние активов - объединение компаний с передачей собственниками в качестве вклада в уставной капитал прав контроля над своими компаниями и сохранением их деятельности и организационно-правовой формы. По структуре такая сделка напоминает выделение в ГК РФ. Недавний пример – объединение энергоактивов Газпрома и группы "Ренова" на базе ООО "Газпром энергохолдинг", с преобразованием компании в открытое акционерное общество и возможным последующим размещением акций на фондовой бирже[15].

Консолидация - увеличение доли одним из акционеров, участников компании. Особенностью консолидации является то, что такие сделки не приводят к фундаментальным изменениям в деятельности компании, а служат способом установления или усиления контроля за ее деятельностью. Консолидация проводится обычно менеджментом компании или её ключевыми акционерами, скупающими доли миноритариев. Одними из возможных целей консолидации могут являться подготовка к IPO или защита от враждебного поглощения компании. Например, в апреле 2012г. алтайское ООО «Агропродукт» увеличило свою долю в аграрной компании ОАО ПЗ «Урупский» до с 29,5% до 100%. По мнению экспертов[16], эта сделка предвосхищает планируемое в 2012г. первичное размещение акций ОАО ПЗ «Урупский» на сумму 300-500 млн долл.

[15] Ведомости от 04.10.2011, " «Газпром» и «Ренова» просят ФАС разрешить им объединить электроэнергетические активы»

[16] "«Урупский» «причесывают» под IPO", Коммерсантъ (Ростов), №58 (4840), 03.04.2012

Полное приобретение (100% - доля) – при полном приобретении покупатель устанавливает полный контроль над предприятием. При этом приобретающая сторона помимо рыночной стоимости компании платит также премию за контроль, отражающую стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций.[17] Данный принцип подтверждается эмпирически – в практике оценки бизнеса мультипликаторы стоимости компании по методу сделок обычно выше, чем по методу сопоставимых компаний.

Поглощение (75% -100%) – установление преимущественного контроля над компанией: акционеры наделяются правом принимать на общем собрании акционеров вопросы о размещении, приобретении обществом собственных акций, вносить изменения в устав, утверждать крупные сделки, а также рассматривать вопросы о ликвидации и реорганизации общества.

Покупка (50-75%) – приобретение контрольного пакета наделяет акционеров кворумом для проведения годового общего собрания акционеров

Партнерство (50%-доля) – приобретение 50%-доли в компании, достижение равноправного контроля (50%). Считается, что установление равноправного контроля может привести к осложнению процесса принятия решений по причине отсутствия доминирующего собственника.

Влияние (25%-100%) – приобретение блокирующего пакета акций позволяет блокировать невыгодное решение общего собрания акционеров в случаях, когда за принятие решение на общем собрании должно быть подано

[17] Грязнова А.Г., Федотова М.А, Оценка бизнеса Учебник. Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. 2-е издание, перераб и доп. М. 2008г. 736 с

не менее 3/4 голосов (например, изменения в устав, реорганизация, ликвидация).

Участие (доля до 25%) - приобретение доли в акционерном капитале, достаточной для вхождения в совет директоров

По данным аналитического агентства Mergers.ru[18], в 2011г. на российском рынке традиционно преобладали сделки полного приобретения (487 сделок)

В западной литературе выделяются следующие типы слияний и поглощений[19]:

По отраслевой/операционной направленности:

<u>Горизонтальные</u>: между компаниями одной и той же отрасли, на одинаковых ступенях производства.

[18] Исследование агентства Mergers.ru - "Слияния и Поглощения в России, январь-декабрь 2011"
[19] Richard A. Brealey, Stewart C. Myers - Principles of Corporate Finance, 7/e, 2003

Проведение горизонтальных слияний преследует одной из своих целей экономию на масштабах производства. Например, крупнейшее в 2009г. российское слияние между ОАО «ВымпелКом» и ЗАО «Киевстар G.S.M.» должно будет способствовать улучшению качество мобильной связи в Украине и увеличению проникновения мобильного и фиксированного интернета, снижению цен на услуги. Аналитики ожидают повышение стоимости объединённого бизнеса[20].

Вертикальные: между компаниями на разных ступенях производства.

Проведение вертикальных слияний способствует экономии на вертикальной интеграции. Компании пытаются приобрести контроль над более ранними стадиями производства (интеграция назад) или более поздними (интеграция вперёд). В России вертикальная интеграция присуща в основном компаниям добывающих отраслей.

Например, в 2008г. «Евраз Груп С.А.» приобрел 51,4% акций «Палмроуз Лимитед», кипрской холдинговой компании. Эта сделка позволила Евразу получить контроль над рядом металлургических заводов в Украине, принадлежавших «Палмроуз Лимитед»[21].

Конгломератные: слияния компаний, работающих в разных отраслях, либо компаний одной отрасли, но не связанных между собой прямыми экономическими отношениями (не являющихся конкурентами, поставщиками или потребителями друг для друга).

Такие слияния проводятся с целью диверсификации, совместного использования определённых ресурсов, необходимых обеим компаниям. Это способ снижения совокупных затрат. Компания General Electric всемирно известна своими конгломератными слияниями. Наряду со своим

[20] http://mergers.ru/review/news/news_10055.html - сайт mergers.ru, статья “АМКУ окончательно разрешил объединение «Вымпелком» и «Киевстар»”, от 21/10/2010

[21] http://mergers.ru/review/news/news_4759.html - сайт mergers.ru, статья “ «Евраз» приобрел производственные активы на Украине”, от 15/04/2008

промышленным бизнесом, она также владеет телевизионными компаниями NBC и CNBC.

Выделяют следующие виды конгломератных слияний:

- Слияние с расширением продуктовой линии (product line extension mergers) – объединение неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи. В качестве примера можно привести приобретение компанией Unilever, одним из ведущих мировых производителей товаров повседневного спроса (FMCG), российского концерна "Калина"[22]. Это поглощение позволит Unilever существенно увеличить свою долю на российском рынке косметических товаров.
- Слияние с расширением рынка (market extension mergers) - приобретение дополнительных каналов сбыта продукции, например, торговых точек в регионах, ранее не охваченных дистрибуторской сетью компании
- Чистые конгломератные слияния – в данном случае между интегрирующимися компаниями отсутствует какая-либо видимая общность, сделка проводится с целью диверсификации деятельности.

Концентрические (или родственные) слияния и поглощения – объединение компаний, находящихся в одной отрасли, но предоставляющих разные типы услуг/продукции для разных потребителей (например, слияние банка и лизинговой компании). В России в 2011-2012гг. наметилась тенденция объединения банков со страховыми компаниями – например, в начале 2012г. Сбербанк приобрёл 100% акций страховой компании “Альянс Лайф”.

По данным аналитического агентства Mergers.ru[23], в 2011г. основная часть сделок относилась к горизонтальному и конгломератному типам.

---

[22] “Unilever покупает «Калину» за 390 млн евро”, Ведомости от 14.10.2011

[23] Исследование агентства Mergers.ru - “Слияния и Поглощения в России, январь-декабрь 2011”

Доля сделок горизонтального направления традиционно преобладала в общем количестве (511 сделок), немногим меньше пришлось на диверсификацию. При анализе стоимостных характеристик отмечается относительно низкий интерес участников рынка к вертикальной интеграции — основную цель компании пытаются достичь через «горизонтальные» сделки и диверсификацию.

По характеру предложения о совершении сделки слияния и поглощения делятся на дружественные и враждебные.

При дружественном поглощении приобретающая сторона обращается к совету директоров объекта сделки со своим намерением. Если совет директоров решает, что условия сделки благоприятны для компании, он предлагает их на рассмотрение акционерам.

При враждебном поглощении (hostile takeover) приобретающая сторона продолжает добиваться проведения сделки после её отвержения советом директоров приобретаемой компании, либо обращается с предложением напрямую к мажоритарным акционерам, или выкупает акции компании на рынке.

Например, в 2011г. польская компания CEDC, лидер российского водочного рынка, из-за негативных финансовых показателей конца 2010 — начала 2011 года потеряла более 75% своей капитализации на NASDAQ и стала кандидатом для недружественного поглощения. Летом 2011г. структуры М.Кауфмана воспользовались ситуацией и приобрели на рынке 9,3% акций компании за 44,22 млн долл. После этого инцидента руководство CEDC установило барьеры, препятствующие возможности недружественного поглощения.[24] Согласно принятому решению, если какой-то покупатель приобрёл более 10% акций компании без согласия совета директоров, то руководство получает право выпустить дополнительные привилегированные акции для всех остальных акционеров пропорционально их доле по цене выкупа, вдвое меньше рыночной на тот момент. Таким образом, если совет директоров посчитает приобретение недружественным, доля нового акционера будет существенно размыта.

По характеру влияния на стоимость слияния и поглощения делятся на *увеличивающие стоимость* (accretive) и *уменьшающие* (dilutive).

При проведении сделки приобретающая сторона, как правило, уделяет особое внимание тому эффекту, который окажет сделка на её показатель прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию (earnings per share или EPS). Анализ этого показателя используется большинством инвестбанков как для первичной оценки привлекательности предполагаемой сделки. Как правило, акционеры не заинтересованы в сделках, уменьшающих EPS (однако, в практике встречаются исключения, когда такие сделки проводятся по причине крупного синергетического эффекта).

Расчёт значения показателя EPS после совершения сделки производится по следующей формуле (в случае приобретения компанией A компании B):

[24] “В CEDC защищаются от недружественного поглощения”, РБК Daily от 12.09.2011

$$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль компании } A + \text{Чистая прибыль компании } B}{\text{Количество акций компании } A \text{ в обращении}}$$

В случае структурирования сделки через обмен акции количество акций компании А в обращении для данной формулы определяется как:

$$\text{Количество акций компании } A \text{ в обращении} = \text{Количество акций компании } A \text{ в обращ}$$

Например, в 2010г. один из лидеров российского продуктового ритейла, компания X5 Retail Group приобрела 100% бизнеса и активов сети "Копейка" за 1.6 млрд долл. При этом, согласно нашим расчётам,[25] показатель EPS для X5 Retail Group составил 72 руб на акцию, а "Копейки" – 0.60 руб. Хотя, такая сделка потенциально уменьшает прибыль на одну акцию X5, в ней был заложен крупный синергетический эффект – сделка позволит X5 расширить своё присутствие в Москве, занять 75-процентную долю в дискаунт-сегменте и получить экономии на масштабе за счёт интеграции систем закупок и дистрибьюторской сети.

Так как EPS обратно пропорционален P/E (отношение стоимости акций к прибыли на одну акцию) и последний несложно рассчитать, именно значение P/E используют для оценки эффекта от сделки. Как правило, EPS приобретающей стороны увеличится в результате сделки, если P/E приобретаемой компании ниже, чем её собственный.

В зависимости от приобретающей стороны, сделки разделяются на:

Сделки, совершаемые стратегическими инвесторами

К стратегическим инвесторам относят конкурентов компании, обладающих схожим производством/оказывающих схожие услуги, игроков смежных

[25] На базе финансовой отчетности X5 Retail Group и "Копейка" по МСФО за 2009г. (последняя аудированная финансовая отчётность перед совершением сделки)

отраслевых либо географических рынков, которые могут встроить бизнес приобретаемой компании в свою цепочку создания стоимости.

Стратегический инвестор, как правило, заинтересован в том, чтобы влиять на стратегию приобретаемой компании, участвовать в управлении или получить контроль над компанией. Стратеги заинтересованы в долгосрочном владении бизнесом, реализации синергетического эффекта и интеграции после сделки.

Сделки, совершаемые финансовыми инвесторами

Финансовые инвесторы – это прямых инвестиций, венчурные фонды, частные инвесторы, иногда – банки. Они совершают сделки с целью максимизации стоимости купленной доли в компании и её дальнейшей реализации. Следовательно, интерес таких инвесторов более краткосрочным, и ключевым фактором становится недооцененность акций приобретаемой компании на рынке и возможность увеличения их стоимости. Финансовые инвесторы не стремятся управлять приобретенной компанией напрямую, что создаёт определённое преимущество данного типа сделки для текущего менеджмента предприятия.

Финансовые инвесторы могут быть полезны для повышения капитализации компании - если это крупный международный фонд прямых инвестиций, его участие повышает уровень доверия к компании. Зачастую они стараются обезопасить себя от неправильных действий компаний, заключая опционные соглашения на приобретение контрольного пакета в случаях, когда компания совершает ошибки в своем развитии.

Финансовые инвесторы могут также принести в компанию различные знания и опыт:

- знания и экспертизу в правильном построении финансовой структуры (зачастую в фондах работают бывшие консультанты и инвестбанкиры)
- умение привлекать заемный и дополнительный акционерный капитал

- помощь в найме ключевых людей в компанию (у фондов хорошие знания и связи людей во многих отраслях), выстраивание правильной системы мотивации
- помощь в оптимизации юридической структуры

Компания PwC выделяет следующие требования, выдвигаемые финансовыми инвесторами к объекту сделки на российском рынке[26]:

- прозрачная корпоративная структура и отчетность
- детальный бизнес план
- возможность влияния на принятие управленческих решений
- обоснованность цены актива
- высокие требования к доходности (ROI выше 20-30%)
- понятная стратегия выхода из актива

Финансовые и стратегические инвесторы

	Финансовый инвестор	**Стратегический инвестор**
Доля	5-100%	>50%
Потеря контроля текущими акционерами	++	+++
Инвестиционный горизонт	3-7 лет	долгосрочный
Возможность выхода из бизнеса	+++	относит.неважно
Синергия	+	+++

Согласно нашим расчётам[27], в 2011 году на российском рынке было совершено 52 сделки с участием финансовых инвесторов, или 19,8% от общего количества сделок или 14% от общей стоимости сделок в этом году.

[26] Презентация PwC “Финансовые инвесторы в России", 15 марта 2012 г.
[27] Расчёт автора на основе базы данных Mergermarket по сделкам в России в 2011г.

Средняя стоимость сделки с участием финансовых инвесторов была на 16% ниже общерыночного показателя, а средний размер приобретаемой ими доли в компании ниже, чем у стратегических инвесторов.

Среди финансовых инвесторов на российском рынке в данный момент наиболее активны международные институты развития (ЕБРР, IFC), инвестирующие в компании, перспективные с точки зрения влияния на рост национальной экономики.

В зависимости от механизма проведения сделки, выделяют четыре основные формы проведения сделок по слиянию и поглощению:

Приобретение активов

При этой форме приобретаемая компания переводит покупателю все активы, используемые в продаваемом бизнесе. Этот способ, как правило, используется, когда продаётся не вся компания целиком, а лишь часть её бизнеса. Основное преимущество: приобретение покупателем только тех обязательств, которые связаны с конкретными активами. Недостатки: большие финансовые и временные затраты и необходимость в ряде случаев согласования сделки с третьими сторонами.

Приобретение акций

При этой форме покупатель приобретает акции продаваемой компании в обмен на согласованный платёж. Преимущество: меньшие по сравнению с покупкой большого объёма активов финансовые затраты и налоговые платежи. Недостаток: необходимость согласования сделки с большинством акционеров и переход всех обязательств к покупателю.

Слияние путём обмена акциями

При таком слиянии выпущенные акции одной из сторон сделки обмениваются на акции другой стороны в определённом соотношении. В результате компания-эмитент дополнительных акций становится холдинговой компанией, а другая компания – дочерним предприятием.

Дочернее слияние

Покупатель создаёт специальную дочернюю компанию, которая затем сливается с приобретаемой компанией. Преимущество такого слияния – юридическое отделение нового бизнеса от поглотившей компании, причём на активы материнской компании не распространяются обязательства поглощенного бизнеса.

1.3 Цели проведения слияний и поглощений

Основные мотивы проведения сделок по слиянию и поглощению можно разделить на мотивы повышения стоимости компании и мотивы, связанные с прочими целями.

Мотивы повышения стоимости компании.

Повышение стоимости происходит за счёт так называемого синергетического эффекта, при котором стоимость объединённой компании превышает суммы стоимостей предприятий по отдельности:

$$\text{стоимость }(AB) > \text{ стоимость } A + \text{стоимо}$$

Такое увеличение стоимости происходит за счёт роста будущих денежных потоков объединенной компании, связанного с увеличением притоков (например, в случае увеличения клиентской базы) или уменьшением оттоков денежных средств (снижение затрат).

Важно также отметить, что в виду специфики проведения сделок по слиянию и поглощению, величина этих дополнительных денежных потоков должна покрывать:

- Затраты на осуществление сделки (комиссионные вознаграждения финансовым и юридическим консультантам, затраты на проведение предынвестиционного исследования due dilligence)
- Премии собственникам целевой компании (премия за контроль – при приобретении контрольного пакета акций, премия за синергетический эффект)
- Прочие предполагаемые расходы, вызванные проведением сделки

Мотивы повышения стоимости компании можно конкретизировать по следующим направлениям:

- *Эффект масштаба* заключается в снижении затрат на единицу продукции при укрупнении производства. Это также положительные эффекты от увеличения доли компаний на рынке - например, улучшение восприятия бренда компании в глазах потребителей, и как следствие, снижение необходимых маркетинговых затрат
- *Доступ к новым рынкам сбыта и поставщикам.* Успешное *с*лияние/приобретение открывает компании возможность выхода на новый рыночный сегмент, упрощает выход на зарубежные рынки
- *Операционная синергия.* Синергия характеризуется формулой 2+2=5. Это качественное изменение, в результате которого объединенное предприятие работает эффективнее, чем две компании по отдельности. Подразделения со схожими функциями могут быть объединены, что приведёт к снижению затрат, а технологии и разработки каждой из компаний - использоваться совместно.
- *Финансовая синергия (+налоги)* – это положительные синергетические эффекты, не связанные с операционной деятельностью. Капитал перемещается в более прибыльные сферы применения. А в случае улучшения кредитного рейтинга, новое предприятие получает возможность более выгодного финансирования.[28] Это повлечет за собой увеличение стоимости бизнеса за счёт снижения ставки дисконтирования денежных потоков (WACC). Также в отдельных случаях могут появиться возможности снижения налоговой нагрузки.

<u>Прочие мотивы:</u>

---

[28] Intelligent M&A - Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield, Scott Moeller and Chris Brady John Wiley and Sons, 2007, 328c

Хотя мотивы повышения стоимости компании, как правило, являются ключевыми при совершении сделок слияния и поглощения, на практике ряд сделок бывает вызван прочими факторами, не имеющими прямого отношения к стоимости компании.

- Необходимость реорганизации в связи с изменяющимися внешними условиями. Пример – текущая тенденция консолидации в банковской сфере в связи с увеличенными нормативными требованиями по достаточности и абсолютной величине собственного капитала[29]
- *Инвестирование* является целью, когда компания со свободными денежными средствами находит подходящий недооценённый объект. Инициатор сделки, хорошо зная отрасль, может лучше оценить справедливую стоимость, чем рынок. Также такое инвестирование происходит с целью списания средств с баланса (как способ защиты от недружественного поглощения, green mailing).
- *Диверсификация деятельности*. Обычно диверсификацию считают плохой целью для проведения слияния.[30] Выделяют два типа диверсификации: связанная и не связанная. При связанной диверсификации компания расширяет свою деятельность путём интеграции с подразделениями, работающими в другой отрасли со схожей бизнес-моделью и драйверами роста (например, финансы и страхование или розничная торговля и пищевая промышленность).

  Хотя согласно портфельной теории, диверсификация и приводит к снижению специфического риска при инвестировании[31], совмещение разнородных направлений деятельности (несвязанная интеграция) обычно не увеличивает стоимость компании. Однако ряд компаний, имея большой опыт проведения подобных сделок, способны эффективно осуществлять подобные приобретения (General Electric).

[29]“ Банкам утроят капитал”, РБК Daily от 19.01.2011
[30] Richard A. Brealey, Stewart C. Myers Principles of Corporate Finance, 7/e - The McGraw−Hill, 2003, 1061с; глава 33.2
[31] Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus , Investments, McGraw-Hill/Irwin, 2008, 1036с

- *Установление эффективного менеджмента*. Если капитализация компании падает, она становится потенциальным объектом поглощения. Новый собственник назначит новое руководство, тем самым повысив эффективность её деятельности.
- *Выход из бизнеса (cash out)*. Сделка по инициативе продающей стороны, вызванная желанием собственника продать свою долю в компании. Приобретающей стороне при этом необходимо приложить достаточные усилия для проведения предынвестиционного исследования (Due Diligence) для определения мотивов выхода продавца из бизнеса. Данный тип сделок является одним из самых распространенных среди сделок малого и среднего размера в России.

Для дезинтеграционных процессов реорганизации компаний можно выделить следующие цели:

Разделение

- *Появление эффективного собственника* – характерная цель при приватизации государственных предприятий
- *Приток инвестиций*. Повышение инвестиционной привлекательности разделённых предприятий.
- *Демонополизация отрасли* – изменения государственной политики, законодательства, требования антимонопольных органов могут послужить причиной разделения крупной компании.

Выделение

- *Общий прирост эффективности* – выделение убыточных активов в отдельные предприятия, что поможет компании сосредоточиться на более перспективных направлениях деятельности. Например, в 2009-2010 гг. руководство АвтоВАЗа в рамках антикризисной программы выделило несколько принадлежваших концерну страховых, торговых и сервисных компаний в 100%-ные “дочки”[32].

- *Инвестиционная привлекательность* – выделение перспективных активов в отдельное АО в расчёте на более высокую их оценку рынком. Например, в 2005-2006гг. акционеры "Норильского никеля" образовали ОАО "Полюс Золото", выделив золотодобывающие активы в новую компанию. При проведении листинга на Лондонской фондовой бирже выяснилось, что рынок оценил "Полюс золото" в 25 раз больше, чем "Норильский никель" потратил на консолидацию золоторудных активов.[33]

“Правильные” мотивы для слияний/поглощений

Несмотря на то, что каждая сделка слияния и поглощения уникальна, были выявлены определенные взаимосвязи между мотивами сделок и их успешностью.

Зарубежные авторы части разделяют мотивы для слияний и поглощений в зависимости от возможного влияния этих сделок на стоимость компаний.

Р.Брейли и С. Майерс разделяют мотивы таким образом[34]:

К правильным мотивам авторы относят экономия на эффекте масштаба, получение доступа к необходимым ресурсам, вертикальная интеграция и инвестирование избыточных денежных средств. Такие сделки, как правило, соответствуют долгосрочной стратегии приобретающей компании и, как следствие, увеличивают её стоимость.

К сомнительным мотивам Р.Брейли и С. Майерс относят диверсификацию деятельности, рост показателя EPS для привлечения интереса инвесторов и

[32] ВЕДОМОСТИ от 15/12/2009, статья “«АвтоВАЗ» намерен избавиться от смежных производств”
[33] http://www.interros.ru/portfolio/metall/poluszoloto/ - сайт ИК “Интеррос”, сттаья про ОАО "Полюс Золото"
[34] Richard A. Brealey, Stewart C. Myers Principles of Corporate Finance, 7/e - The McGraw−Hill, 2003, 1061с; глава 33.1

снижение затрат на финансирование. Диверсификация при слияниях и поглощениях не имеет своего эффекта снижения рисков на котировках ценных бумаг, т.к. большинство инвесторов диверсифицируют своих портфели ценных бумаг самостоятельно, не требуя премии за специфический риск. Рост показателя EPS, не обусловленный не обусловленный ростом стоимости объединенной компании, не даёт положительного эффекта (так называемый bootstrap effect). Однако, такие сделки нередко встречаются в практике[35]. Снижение финансовых затрат авторы также не считают достойным мотивом для сделки – при слиянии компаний изменяется не только стоимость долга, но и долговая нагрузка. И если менеджмент руководствуется только финансовыми синергиями, такая сделка может не соответствовать стратегии предприятия.

Специалисты компании McKinsey выделили следующие мотивы, которые с наибольшей вероятностью приводят к увеличению стоимости компании[36]:

- *Улучшение эффективности приобретаемой компании* – в данном случае чем менее эффективна приобретаемая компания (ниже маржинальность и рентабельность инвестированного капитала (ROIC))– тем больший эффект принесёт улучшение её эффективности. Например, при операционной марже в 6%, снижение операционных затрат на 3 п.п., увеличивает маржу до 9%, что увеличивает стоимость компании в полтора раза. При большей начальной маржинальности влияние на стоимость будет менее значительным.
- *Консолидирование с целью устранения неиспользуемых мощностей* – когда компания достигает крупного размера, менеджменту бывает проще приобрести одного из конкурентов и устранить неиспользуемые бизнес-единицы в укрупнённой корпорации, чем самостоятельно закрыть избыточные мощности, тем самым сократив размер свой компании.

[35] Там же

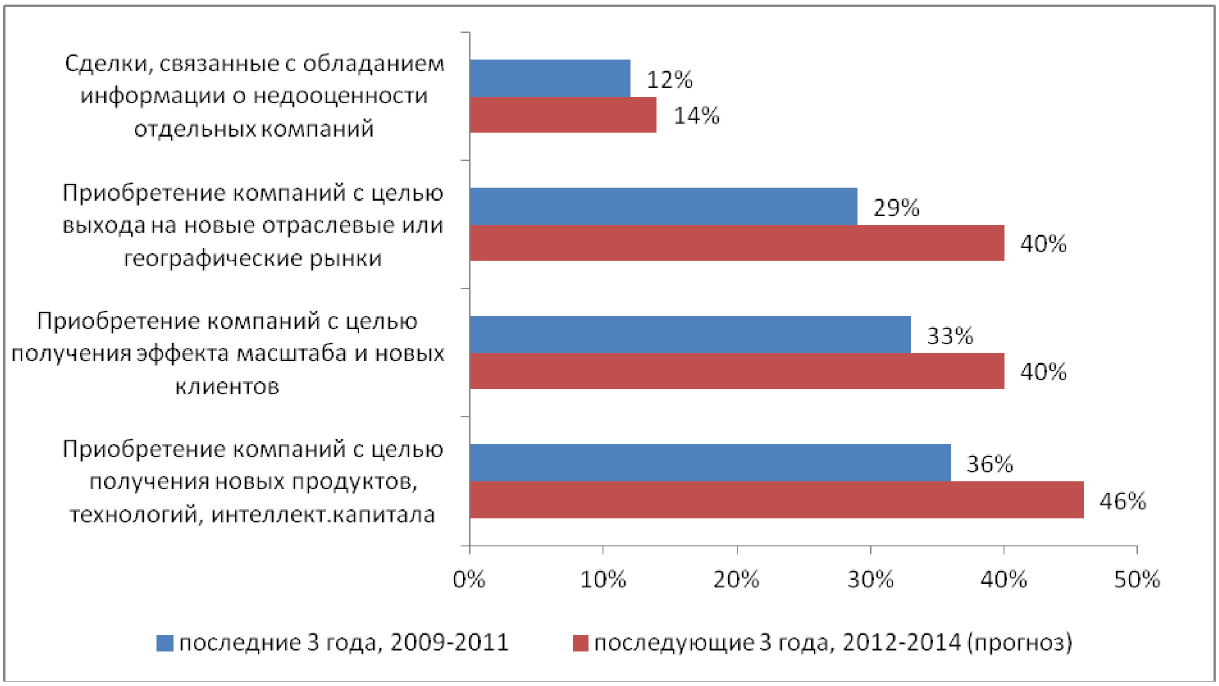
[36] McKinsey Quarterly, “The five types of successful acquisitions “;• Marc Goedhart, Tim Koller, and David Wessels, июль 2010

- *Концентрация маркетинговых усилий, проникновение на неосвоенные рынки сбыта* – крупная корпорация способна увеличить свою стоимость за счёт приобретения развивающейся компании и обеспечения её доступа к своим рынкам
- *Приобретение умственного капитала и технологий дешевле, чем стоимость их создания внутри компании* – данная тенденция замечается в последние годы среди компаний технологического сектора. Например, компания Google потратила в 2011г. более $1.5 млрд на приобретения относительно небольших компаний с целью расширения своего присутствия в перспективных нишах IT-сектора — геолокационных, рекомендательных и скидочных сервисах, социальных ресурсах, а также мобильных технологиях[37].
- *Приобретение перспективных компаний на ранней стадии развития и инвестирование в их рост* – этот мотив для проведения сделок применим ко многим крупным корпорациям, для которых неорганический рост является одним из стратегических приоритетов и которые имеют большой опыт успешного проведения сделок Подобной практикой также занимаются специализированные венчурные фонды, однако будучи финансовыми инвесторами, они приобретают перспективные компании с целью их дальнейшей продажи по более высокой цене. Наиболее распространены сделки по поглощению стартап-компаний в секторе высоких технологий. Подобные сделки происходят и на российском рынке – в 2010-2011гг. Яндекс приобрёл компании WebVisor и Tweeted Times[38]. Несмотря на то что прогнозные денежные потоки по обеим компаниям были невелики, разработанные ими технологии будут очень полезны для Яндекса – поисковик собирается их интегрировать в свои сервисы “Яндекс.Новости” и “Яндекс.Метрика”.

[37] Росбалт, 27/10/2011, “Google потратила на поглощения почти $1,5 млрд”

[38] “"Яндекс" вкладывается в стартапы”, портал MA Online от 29.08.2011, http://www.maonline.ru/mna/17606-yandeks-vkladyvaetsya-v-startapy.html

Практические мотивы для проведения сделок в определённой мере отличаются от теории. В 2011 году специалисты McKinsey провели международное исследование, в котором они опросили 818 топ-менеджеров из разных отраслей и регионов мира[39]. Их мотивы проведения сделок в последние годы и стратегические взгляды на ближайшую перспективу распределились следующим образом:



Таким образом, основными практическими мотивами для проведения сделок являются получение новых технологий/интелл.капитала, эффект масштаба и региональная и географическая диверсификация деятельности.

Какими характеристиками должен обладать привлекательный объект сделки? В случае поглощения выделяют следующие критерии, которым должна удовлетворять такая компания[40].

- *Соответствие деятельности поглощаемой компании стратегии приобретающей стороны*

[39] McKinsey Quarterly, "Organizing for M&A: McKinsey Global Survey results", декабрь 2011
[40] Слияния и поглощения: виды, причины, защитные тактики; Елонова Н.Ю, (ст. юрист ЗАО «Делойт и Туш СНГ»), 2010

На наш взгляд, в большинстве случаев это основной критерий, которому должна удовлетворять поглощаемая компания. Сделки, при которых обе стороны работают в одной отрасли, приносят наибольший синергетический эффект за счёт эффективной совместной работы предприятий. Приобретаемая компания должна также обладать подходящими технологическими, интеллектуальными ресурсами

- *Недооцененность акций поглощаемой компании*

  Данный критерий является дополнительным для большинства стратегических инвесторов. Финансовые инвесторы (фонды прямых инвестиций) могут использовать этот критерий как один из основных – в случае возможности увеличения ими стоимости компании в дальнейшем

- *Уникальность выпускаемой продукции/оказываемых услуг*

  Обладание определенным конкурентном преимуществом на рынке значительно повышает потенциал компании, и стратегическому инвестору часто выгоднее приобрести такую компанию, чем создавать своё конкурентное преимущество “с нуля”

- *Наличие высоколиквидного баланса с избыточными денежными средствами*

  Обладание высоколиквидными активами делает компанию привлекательной для инвестирования в краткосрочном периоде. Избыточные пенсионные, страховые фонды либо значительный портфель ликвидных ценных бумаг могут быть реализованы в короткие сроки без ущерба для основной деятельности

- *Недоиспользуемый долговой потенциал компании*

Низкая долговая нагрузка компании даёт возможности реализовать финансовые синергии либо провести сделку финансируемого выкупа (LBO). Согласно нашему анализу 48 сделок на российском рынке в 2010-2011 гг., существует отрицательная корреляция между значением D/E приобретаемой компании и значением мультипликатора, исходя из которого совершается транзакция. Для ограничения влияния нерыночных сделок на результаты, мы анализировали сделки стоимостью более 50 млн. долл, по которым раскрывалась необходимая информация.

Зависимость между оценкой компании и её долговой нагрузкой при слияниях и поглощениях[41]

Период	2010-2011		
Количество сделок	48		
Ограничение	Стоимость > 50 млн долл		
Мультипликатор	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E
Корреляция с D/E	**-0.37**	**-0.43**	**-0.14**

Корреляция не очень высокая, однако она существует – значения трёх мультипликаторов находятся в обратной зависимости от долговой нагрузки приобретаемой компании.

- *Существование у поглощаемой компании дочерних обществ, которые могут быть проданы без значительного ущерба для денежных потоков* Реализация непрофильных предприятий, деятельность которых не относится к основной, может увеличить будущую стоимость компании за счёт снижения издержек и принести дополнительные денежные потоки в краткосрочном периоде.

Можно сделать вывод о том, что перечисленные выше критерии должны соответствовать тем мотивам, которыми руководствуются менеджеры

[41] Расчёт автора на основе базы данных Mergermarket на российском рынке

принимая решение о совершении сделки.

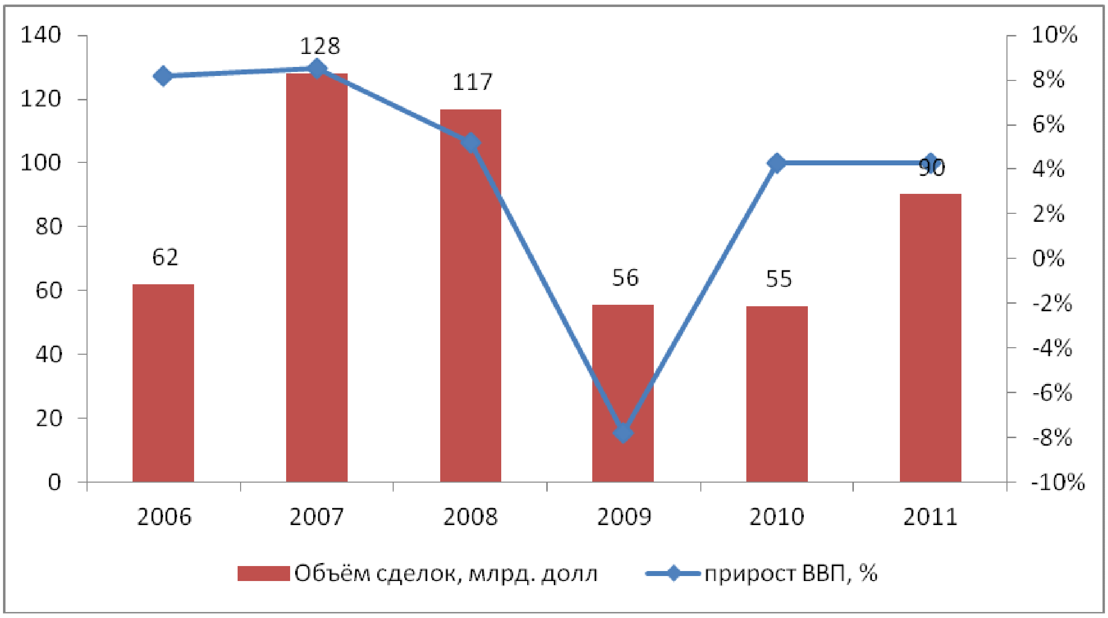
2.1 Анализ современного рынка слияний и поглощений в России

В 2011 году на российском рынке было совершено 1070 завершенных сделок[42], их число на 20% превышает показатель 2010г.

Необходимо отметить, что степень раскрытия информации о сделках на российском рынке невысокая, что является причиной расхождения оценок между различными аналитическими агентствами. Например, AK&M оценил объем рынка в 2011 году в $76.1 млрд[43], в то время как Mergers.ru оценил этот показатель в $90.3 млрд . По данным, полученным нами в ходе анализа базы данных Bloomberg, совокупная стоимость сделок, по которым раскрывается информация, составила в 2011г. $71.7 млрд

Можно заметить, что российский рынок слияний и поглощений в последние годы повторял динамику изменения темпов роста реального ВВП. Такая закономерность неслучайна – в период кризиса активность на рынке корпоративного контроля снижается, информационная эффективность фондового рынка падает и компании предпочитают придерживаться менее рискованной стратегии органического роста. Действительно, в 2009-2010 гг. компании действовали на рынке крайне осторожно, изменились приоритетов их развития, произошла приостановка реализации планов экспансионистского развития при повышении внимания к оптимизации внутренней структуры и сокращению издержек[44].

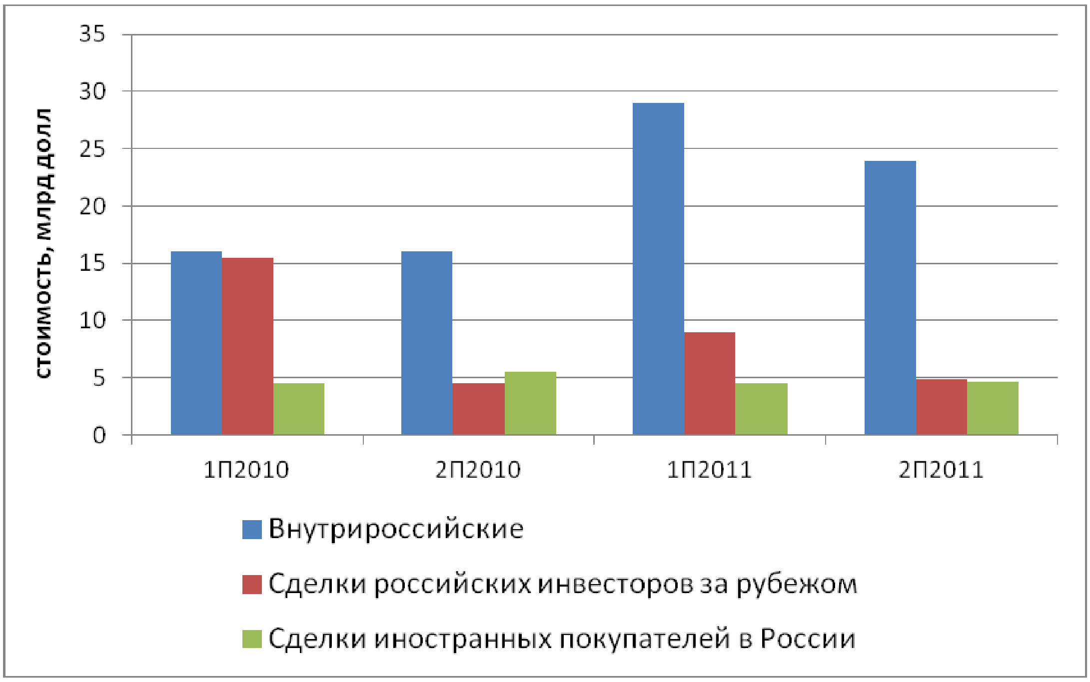
[42] Исследование агентства Mergers.ru - “Слияния и Поглощения в России, январь-декабрь 2011”
[43] Исследование агентства AK&M – “РОССИЙСКИЙ РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В 2011 ГОДУ”
[44] Сайт компании ФБК http://www.fbk.ru/library/columns/mergers_2009, статья “Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году”



Как видно из графика, максимальный объём сделок (почти 130 млрд. долл.) был зафиксирован в 2007г., в 2009 объём составил уже 56 млрд.долл[45]. Но следует отметить, основная доля сделок в 2007г. пришлась на распродажи активов "ЮКОСа"[46] Большинство сделок проводится в нефтегазовой, телекоммуникационной, горнодобывающей отраслях и в розничной торговле. Большинство сделок – внутренние (53% в 2010г. и 70% в 2011г.), в которых сторонами являются только российские компании. На иностранные инвестиции и приобретение зарубежных активов приходятся примерно равные доли.

В последние годы существенно возросла доля внутрироссийских сделок в общем объёме. [47] В 2011 году российские инвесторы сохраняют интерес к зарубежным компаниям, однако средний размер подобных сделок снизился. Средняя стоимость внутрироссийской сделки выросла в 2011 году на 38,9%, до $111 млн. с $80 млн. в 2010 году.

[45] Обзор компании KPMG "Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году"
[46] Обзор компании KPMG "Российский рынок слияний и поглощений в 2007 году"
[47] Там же



Российский рынок слияний и поглощений почти на четверть сформирован госкомпаниями

В 2011 году компании, где контролирующим акционером является государство, совершили 60 сделок по приобретению бизнеса на общую сумму $17,8 млрд. Несмотря на сравнительно небольшое число сделок (9,8% от общего числа), на их долю пришлось 23,4% объема рынка. Крупнейшей сделкой в этой категории в 2011 году стала консолидация банком ВТБ 80,6% Банка Москвы, завершенная в сентябре 2011 года (стоимостью $4 млрд).

Сделки обратной направленности (в результате которых собственность переходит из федеральной – в частную) имеют гораздо меньший удельный вес. Согласно данным AK&M, в 2011 году было совершено порядка 133 подобных сделок, но их сумма составила всего $7.8 млрд. Таким образом, средний размер подобных сделок ($58.9 млн) существенно ниже общерыночного показателя, что связано с продажей преимущественно недорогих компаний (стоимостью $1-5 млн) через приватизационные аукционы Росимущества.

Крупнейшей сделкой по приватизации стала покупка Независимой транспортной компанией 75% минус двух акций «Первой грузовой компании» в октябре 2011 года за 4.2 млрд долл[48].

Почти половина слияний и поглощений приходится на сделки малого размера

Согласно данным AK&M, в 2011г. 46% всех совершенных на российском рынке сделок (281 сделка) относилось на транзакции размером от $1 млн до $ 10 млн. Многие из этих сделок совершаются на нерыночных условиях и информация о них не раскрывается в открытых источниках. Например, данные полученные автором в системах Bloomberg и Mergermarket в ходе исследования рынка содержат информацию о гораздо меньшем числе сделок в данном сегменте.

Премия при сделках на российском рынке

Премия, уплачиваемая в дополнение к рыночной стоимости компании при совершении сделок по слиянию и поглощению отражает два фактора:

- *Преимущества, связанные со владением контрольного пакета акций* – возможность принятия стратегических решений, рассмотренных в разделе 1.2 настоящей работы
- *Ожидаемый синергетический эффект от сделки* – в случае если успешное проведение сделки приведет к появлению существенных экономических выгод, приобретающая сторона готова заплатить предложить более высокую цену

Таким образом, премия при сделках характеризует тот не отраженный в рыночной стоимости компании положительный эффект, который появится в результате заключения сделки. Отсюда следует, что анализ премий на рынке

[48] “Лисин загрузился”, Алексей Непомнящий, Ведомости от 31.10.2011

слияний и поглощений поможет получить более полное представление о его эффективности.

Как будет показано далее, российская специфика такова, что большинство участников рынка корпоративного контроля – непубличные компании. Следовательно, не прибегая к определению рыночной оценки конкретных компаний, возможно проанализировать премии только по ограниченному числу сделок.

В ходе работы автор проанализировал данные о 45 сделках с публичными компаниями российском рынке за последние 3 года (2009-2011гг.). Средняя премия за контроль, уплаченная в этом периоде, составила 27%. Это значение превышает даже аналогичный показатель на европейском рынке, который согласно нашим расчетам составил 22%. Однако в 2011г., несмотря на рост российского рынка слияний и поглощений в абсолютном выражении, средняя уплаченная премия за контроль снизилась до 9%.

Нами была также проанализирована зависимость уплаченной премии от структуры сделки и доли владения приобретаемой компанией до её совершения[49].

Размер премии в зависимости от структуры сделки:

	Оплата акциями	**Оплата денежными средствами**
Средняя премия	23.6%	31.5%
Количество рассмотренных сделок	11	34

[49] При анализе была использована информационная система Bloomberg

В среднем премии, уплаченные по сделкам, проводимым с оплатой денежными средствами, превышают аналогичные показатели по сделкам обмена акциями. Данная закономерность на российском рынке подтверждается и теорией[50]: в результате обмена акциями как покупатель, так и приобретаемая компания разделяют в будущем синергетические эффекты, связанные с проведением сделки. В случае оплаты сделки денежными средствами весь синергетический эффект переходит приобретающей стороне, и дополнительная премия выступает в качестве компенсации покупаемой компании за упущенные выгоды.

Стоит отметить, что размер премий по сделкам на российском рынке достаточно волатилен. Чтобы оценить относительную величину этого показателя, необходимо сравнить динамику этого показателя с данными других рынков. На наш взгляд, целесообразно сопоставление с европейским рынком, т.к., во-первых, последний представляет собой модель развитого рынка, а во-вторых, европейская (германская) система корпоративного контроля наиболее приближена к российской (инсайдерская модель)[51].

Сравнение динамики премии на российском и европейском рынках

[50] Z. Christopher Mercer, ASA, CFA - A BRIEF REVIEW OF CONTROL PREMIUMS A N D MINORITY INTEREST DISCOU NTS; The Journal of Business valuation, (Toronto: Carswell Thomas, 1997), стр365-387
[51] Дементьева А.Г. Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России // Право и управление. XXI век. 2008. № 8.

Проведенное сопоставление динамики премии с европейским рынком говорит как об относительно меньшей стабильности российского рынка слияний и поглощений, так и о большем числе недооценённых рынком компаний, которые могут быть привлекательными объектами для совершения сделок.

Тенденции

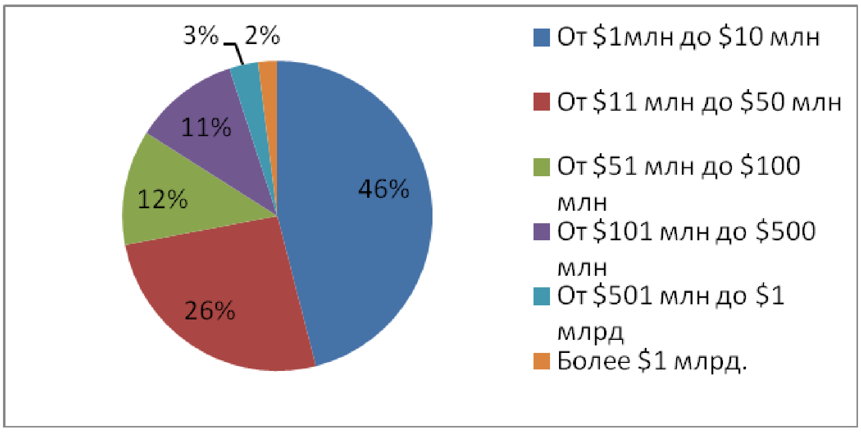
В настоящий момент на российском рынке слияний и поглощений наблюдаются следующие тенденции:

- *Высокая активность малого бизнеса* ($1млн - $15 млн) *на рынке корпоративного контроля.* В этом секторе в слияния и поглощения вовлечены в основном компании в торговле, сфере услуг, сельском хозяйстве и связи. Такая активность объясняется существованием не занятых до сих пор рыночных ниш, что связано со спецификой развивающиеся экономики. Стратегия неорганического роста в данном случае оправдывает себя как для российских компаний, расширяющих свой бизнес, так и для зарубежных корпораций, заинтересованных в инвестировании в перспективные предприятия.

  Хотя доля малых сделок в общей стоимости совершаемых на рынке транзакций невелика, из графика видно, что примерно половина всех совершенных в 2011г. на российском рынке сделок относилось к сделкам малого размера.

Распределение сделок на российском рынке M&A по стоимости в 2011г, % от общего числа сделок[52]

[52] Исследование агентства AK&M – "РОССИЙСКИЙ РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В 2011 ГОДУ"



- *Посткризисные сделки по приобретению обанкротившихся компаний.* Как отмечает М.А. Федотова[53], одна из распространенных причин совершения сделок в последние годы – стремление реструктуризации бизнеса, в частности, через избавление от непрофильных/неприбыльных направлений. В этом процессе важную роль играли банки, получавшие значительные активы за долги. Так, например, в 2009г. Сбербанк-Капитал (дочерняя структура Сбербанка, созданная с целью реализации непрофильных активов банка) приобрел 25% акций продуктового ритейлера "Вестер" в счет реструктуризации задолженности компании на сумму 1.8 млрд. руб.[54] В 2012г. планируется продажа доли банка стратегическому инвестору. В целом, подобные сделки обычно характеризуется коротким сроком экспозиции и невысокой стоимостной оценкой. На наш взгляд, с одной стороны, это создаёт новые привлекательные объекты приобретения стратегическими инвесторами, а с другой – неблагоприятно влияет на долгосрочную эффективность компаний, т.к. находясь во владении непрофильного инвестора, предприятие рискует потерять стоимость. Продажа компании кредитором, как правило, происходит не на рыночных условиях, что может воспрепятствовать эффективному созданию стоимости в дальнейшем.

53 "M&A. Российский рынок: состояние и прогноз", «Оценочная деятельность» от 18.01.2010

[54] «Сбербанк Капитал» вошел в «Вестер», Ведомости от 31.05.2010

- *Рост значимости сделок по консолидации.*

  В последние годы в отдельных отраслях на российском рынке (розничная торговля, финансовый сектор) наметилась тенденция по консолидации. Крупные игроки, преследующие стратегию неорганического роста, приобретают конкурентов в значимых для них регионах или продуктовых сегментах (например, сделка по приобетению компанией Unilever косметического концерна “Калина”[55], поглощение ритейлером “Эльдорадо” своего конкурента – сети магазинов “Берингов”[56]). Имея опыт проведения сделок и высокую ориентированность менеджмента на проведение интеграции после сделки, такие компании, как правило, преуспевают в увеличении стоимости.

<u>Особенности процессов слияния и поглощения в России</u>

Российская практика реорганизаций компаний имеют достаточно выраженную специфику. Фондовый рынок в России с самого его возникновения развивался как рынок корпоративного контроля с преобладанием стратегических инвесторов. Портфельные инвестиции играют меньшую роль. Таким образом, в большинстве случаев процессы реорганизации являются следствием не реструктуризации капитала с целью повышения эффективности, а передела собственности.[57]

На сегодняшний день можно выделить следующие факторы, влияющие на развитие процессов реорганизации в России:

- *Низкий уровень раскрытия информации о внутренних сделках.*

[55] “Unilever покупает «Калину» за 390 млн евро”, Ведомости от 14.10.2011
[56] “«Эльдорадо» взяло пролив”, Ведомости от 30.01.2012
[57] Семенов А.Л, “Специфика слияний и поглощений в Российской Федерации. Управленческий подход”; МГУ, 2009г.

Множество малых и средних сделок на российском рынке осуществляется непублично. По нашим подсчётам, в 2011г. стоимость была раскрыта в 49% сделок, по сравнению с 32,15% случаев 2009.[58]

На наш взгляд, информационная прозрачность рынка важна по следующим причинам.

1) Во-первых, имея более полную информацию об аналогичных сделках, потенциальный покупатель может точно оценить приобретаемую компанию. Используя метод сделок, оценщик определяет среднее значение мультипликатора (например, EV/EBITDA), в соответствии с которым происходили аналогичные сделки в рассматриваемой области, и затем умножает полученное значение на показатель объекта сделки.

   Обладание информацией о большем количестве сделок и большее раскрытие информации о каждой из сделок позволяет как отобрать более подходящие сделки для анализа, так и точнее рассчитать общее значение мультипликатора.

   Также становится возможным точнее оценить размер премии за контроль при приобретении крупного пакета акций.

2) Во-вторых, со стороны поглощаемой компании, владение информацией о потенциальных покупателях помогает определить стратегическое соответствие развития обоих бизнесов. Кроме того, компании, совершавшие ранее аналогичные поглощения, имеют больший опыт

[58] Сайт компании ФБК http://www.fbk.ru/library/columns/mergers_2009, статья “Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году”

интеграции после сделки, а, следовательно, обладают большими возможностями увеличения стоимости бизнеса после совершения сделки (в современной российской практике такой компаний является, например, X5 Retail Group, преследовавшая в 2010-11гг. стратегию неорганического роста и поглотившая ряд конкурентов по всей России).

- *Недостаточный уровень развития финансового рынка, низкая ликвидность.*

Во-первых, данная проблема затрудняет перераспределение средств и собственности в процессе реорганизации – в случае обращаемости акций компании на рынке снижаются трансакционные затраты.

Во-вторых, недостаток ликвидности на рынке приводит к занижению стоимости акций российских компаний. Это приводит к тому, что сделки по слиянию и поглощению, структурируемые через обмен акциями, становятся менее привлекательными для компаний – у них снижаются возможности использования благоприятной рыночной оценки своих бумаг для снижения затрат на проведение сделки. Согласно нашим подсчётам, в 2011г. среднедневное отношение объема дневных торгов на ММВБ к капитализации российского рынка составило 0.27%. Данный показатель существенно ниже аналогичного значения для зарубежных рынков.

В-третьих, недостаточная развитость долгового рынка приводит к увеличению стоимости заёмных средств, что является причиной ограниченного использования размещения корпоративных облигаций как способа финансирования сделки.

- *Высокая стоимость кредитных ресурсов*

Согласно данным ЦБ РФ[59], в 2011 г. средневзвешенная ставка по рублевым кредитам, предоставленным нефинансовым организациям на срок более 1

[59] Бюллетень банковской статистики Банка России, декабрь 2011г.

года, составила 10,5%. Для сравнения, средневзвешенная ставка по кредитам корпорациям в еврозоне составила 4.5%[60]. Так как нижняя граница ставки по кредитам определяется ставкой рефинансирования (8% в России на конец 2011г.), можно сделать вывод о том, что одна из ключевых причин дороговизны заимствований – инфляционная (в 2011г., согласно официальным данным, инфляция составила 6.1%[61]).

Высокая стоимость заимствования неблагоприятно влияет на развитие рынка слияний и поглощений – компаниям приходится в большей степени полагаться на собственные источники финансирования сделки и на инструменты финансового рынка. Так как в российской практике возможности использования финансового рынка ограничены, размер собственных средств компаний играет ещё большее значение при совершения сделки. Например, в зарубежной практике широкое распространение получили сделки финансируемого выкупа (Leveraged Buy-out, LBO), однако стоимость кредитных средств ограничивает возможности применения данного механизма (мы рассмотрим его более подробно в третьей главе).

- *Длительный период осуществления сделки, причём многие сделки так и не завершаются.*

По нашим расчётам, в 2011г. средний срок осуществления сделки на российском рынке (после анонсирования информации о сделке) составил 81.5 дня (для сравнения, на европейском рынке данный показатель составил 71.1дня). В России особенно данная тенденция проявилась в кризисные 2008-2009гг., когда из-за неустойчивой конъюнктуры стороны не могли согласовать условия сделки[62].

---

[60] Сайт ЕЦБ, MIR EA loans to non-financial corporations, март 2012г.; http://www.ecb.int/stats/money/interest/interest/html/index.en.html

[61] Росстат

[62] Сайт компании ФБК http://www.fbk.ru/library/columns/mergers_2009, статья “Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году”

o *Локомотивом остаётся довольно ограниченный круг крупнейших национальных корпораций сырьевого сектора*.

Например, в докризисные годы наибольший подъём демонстрировался в таких отраслях, как нефтегазовая, угольная и горная промышленность, черная и цветная металлургия. Основными драйверами роста являлись высокие цены на сырьевые ресурсы на мировом рынке, что позволило российским компаниям консолидироваться в отрасли (в частности, рассмотренное далее в работе слияние “Уралкалия” и Сильвинита”[63] стало одной из крупнейших сделок на российском рынке за последний годы), а также сделать ряд крупных приобретений для выхода на мировой рынок.[64]

---

[63] “Одобрено слияние «Уралкалия» и «Сильвинита»”, "Коммерсантъ-Online", 07.02.2011, http://kommersant.ru/doc/1581142

[64] “РЦБ”, № 14 2009, статья “Динамика российского рынка слияний и поглощений и краткосрочные тенденции его развития”

2.2. Механизмы и проблемы структурирования сделок по слиянию и поглощению

На наш взгляд, одной из главных проблем совершения сделок на российском рынке является вопрос структурирования.

Под структурированием сделки мы понимаем механизм проведения сделки с целью оптимизации её параметров и минимизации финансовых, налоговых и юридических рисков для сторон.

Принимая во внимание тот факт, что успешное структурирование сделки предполагает эффективное построение процесса предынвестиционного исследования (due dillegence), согласование многих юридических и налоговых вопросов, в данном разделе мы рассмотрим альтернативные механизмы финансового структурирования сделок на российском рынке как реальные возможности повышения эффективности проведения сделки.

Применение инструментов фондового рынка выступает при реорганизации в двух значениях: как способ осуществления сделки, так и источник финансирования.

Вопрос о выборе оптимального источника финансирования реорганизации поднимается в финансовой литературе достаточно часто. При этом различают между источниками финансирования и способами платежа. Например, оплата акциями и эмиссия с целью получения наличности для оплаты сделки. М.Мартынова и Л.Ренебуг[65] в ходе анализа 1361 сделки на протяжении 1993-2001гг. выяснили, что ключевыми факторами при принятии решения о финансировании являются:

[65] Martynova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? Journal of Corporate Finance, 15, 290–315

- Желание крупных акционеров сохранить контроль над компанией
- Намерение акционеров разделить риски с акционерами объекта сделки или выкупить их долю
- Сложившаяся стоимость источников финансирования

В целом, руководство компании склонно выбирать источник финансирования преимущественно по принципу наименьших затрат. Когда на балансе много наличности, она будет использоваться для финансирования. В противном случае компания прибегнет к эмиссии или займам.

В мировой практике используются следующие основные методы финансового структурирования слияний и поглощений:

1) Использование акций

Оплата акциями - это наиболее дешевый способ финансирования сделок, при этом не происходит отвлечения средств из операционной деятельности компании. Также не увеличивается долговая нагрузка на компанию, что сохраняет инвестиционную привлекательность.

Основные мотивы для эмиссионного финансирования: переоценка рынком акций компании и невыгодность привлечения кредитных ресурсов в силу рискованности сделки.

Но, как правило, при объявлении эмиссии стоимость уже выпущенных акций падает. С увеличением числа акций в обращении падает показатель EPS, что служит негативным сигналом для инвесторов.

Стоит отметить, что механизм обмена акциями как способа финансирования сделки на российском рынке в настоящее время затруднён. Это связано с общей недооценкой акций, обращающихся на российском фондовом рынке (например, среднее значение показателя P/E по компаниям, торгующимся на ММВБ по итогам 2011г. составило 6.5, в то время как для индекса SP 500 данное значение равнялось 14.0[66]).

2) Оплата облигациями

Оплата облигациями – сравнительно более дорогой способ финансирования, ведь по облигациям всё равно придётся платить. В случае неблагоприятной ситуации на рынке акции компании могут быть недооценены, что сделает их использование невыгодным. Компания может выйти на рынок долговых инструментов в случае если прогнозируемый положительный приток денежных средств от инвестиций значительно перекроет издержки по займам.[67] Как правило, долговое финансирование свойственно для компаний с меньшим показателем финансового рычага.[68]

В сделке между «Уралкалием» и «Сильвинитом», рассмотренной нами в следующем разделе, использовалась смешанная финансовая структура (20% было приобретено за счёт заёмного финансирования, 80% - с помощью обмена акциями). Такой механизм позволил «Уралкалию», во-первых, ограничить долю акционеров «Сильвинита» в новом предприятии, а во-вторых, использовать благоприятную оценку собственных акций на рынке.

3) Оплата гибридными инструментами

К гибридным инструментам, используемым при реорганизациях, относят[69]:

- Конвертируемые ценные бумаги
- Обеспеченные активами ценные бумаги (asset-backed securities)

---

[66] Расчёты автора на основе данных системы Bloombetg
[67] http://www.cfin.ru/investor/manager_and_holder.shtml, статья “Пособие для независимого акционера”, Малахов В.И.
[68] В среднем 0,34 для компаний, использующих долговое финансирование и 0,4 для компаний, использующих эмиссию за 1993-2001гг. Там же где, и 1)

[69] Здесь используется классификация, представленная в книге A.R.Lajoux, J.F. Weston, “Art of M and A financing and refinancing”, McGraw-Hill Professional, 1999, глава 6

- Варранты
- Привилегированные акции

а) Оплата конвертируемыми ценными бумагами

Конвертируемые ценные бумаги выпускаются на стоимость, равную номиналу сделки. В дальнейшем они могут быть конвертированы в акции по рыночной стоимости. Преимущество этого метода в том, что не происходит немедленного увеличения количества акции в обращении и снижения показателя EPS. Можно выпустить облигации с правом отзыва (callable bonds), что ограничит потенциальные убытки для компании в случае роста стоимости акций.

Считается, что выпуск конвертируемых облигаций даёт лучший сигнал инвесторам, чем эмиссия акций[70]. Если цена акций упадёт, то компания не сможет воспользоваться правом отзыва (конвертировать облигации в акции), что приведёт к большим затратам по платежам по акциям.

Практика использования конвертируемых облигаций при проведении сделок, как впрочем, и практика эмиссии данных инструментов для финансирования других проектов, на российском рынке не развита. Однако, в июле 2011г. произошла интересная сделка - Lonestate Assets Ltd, подконтрольная А. Митрошину, приобрела 51%-долю в угледобывающей компании “Колмар” с использованием схожего инструмента[71]. Компании Gunvor и Volga Resources выдали кредит под эту сделку, который впоследствии может быть конвертирован в акции приобретенного “Колмара”.

[70] J. Stein, “Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing,” Journal of Financial Economics 32 (1992), с. 3–21
[71] “Lonestate Assets получит контроль над "Колмар", портал MA Online, статья от 07.07.2011, http://www.maonline.ru/mna/17318-lonestate-assets-poluchit-kontrol-nad-kolmar.html

б) Использование варрантов

Выпуск варрантов более характерен для закрытых компаний. Это так же, как и выпуск конвертируемых облигаций, не увеличивает сразу количество акций в обращении. Варранты в основном используются как средство финансирования, а не оплаты сделок. Выпуская варранты, компания фактически обязуется понести альтернативные издержки в случае превышения цены акции критического значения. Но в случае исполнения варранта компания получит дополнительный денежный поток. В целом, вероятность исполнения варранта обычно оценивается большей, чем вероятность конвертации облигаций. Поэтому при оценке справедливой стоимости акций делают поправку её снижение в результате исполнения варрантов.[72]

В российском практике данный инструмент не нашёл широкого применения, однако время от времени случаи его использования при финансировании сделок встречаются. Например, в 2010г. компания "Северсталь" при приобретении доли в канадской золотодобывающей компании High River Gold Mines Ltd. (HRG) получила варранты на 25 млн.долл., которые затем успешно реализовала, увеличив свою долю в компании[73].

в) Использование привилегированных акций

Покупка привилегированных акций более выгодна для компаний, предоставляющих финансирование, т.к. дивиденды, как правило, облагаются меньшими налогами, чем доходы от прироста стоимости акций. Финансирование привилегированными акциями также связана с меньшими затратами, чем при использовании облигаций. При этом может быть установлен такой размер дивиденда, что выплаты будут разделены поровну

[72] Aswath Damodaran. Investment Valuation 2nd Edition, John Wiley and Sons, 1372с, глава 5
[73] “"Северсталь" увеличила долю в High River Gold до 70,38%, исполнив варранты на 25 млн долл.”, портал Rbc.ru, статья от 17.08.2010, http://v1.quote.rbc.ru/stocks/merge/2010/08/17/32925364.shtml

между двумя сторонами сделки.[74] При использовании конвертируемых привилегированных акций, EPS, как и в случае с конвертируемыми облигациями, не снижается.

Привилегированные акции также часто используются в качестве ядовитой пилюли (poison pill) для защиты от недружественных поглощений[75]. В случае угрозы компания выпускает привилегированные акции существующим акционерам. Если поглощение происходит, новый владелец будет обязан выплатить крупные дивиденды владельцам таких акций. Кстати, на наш взгляд, использование данного механизма могло бы потенциально улучшить положение миноритарных акционеров «Уралкалия» после проведения сделки.

г) Обеспеченные активами ценные бумаги

Например, компания может продать посреднику дебиторскую задолженность, который объединяет эти активы и выпускает ценные бумаги под их обеспечение. Эти ценные бумаги могут быть обеспечены как отдельными активами компании, так и всей компанией в целом. Эти бумаги могут использоваться покупателем в качестве средства для осуществления продажи инвестиции (компании). В 2008-2009 гг. недостаточно урегулированное использование аналогичных инструментов в США стало одной из причин финансового кризиса.

В российской практике данные инструменты не нашли широкого применения, хотя они могли бы быть привлекательны для осуществления сделок по продаже активов. На наш взгляд, одно из основных препятствий развития российского рынка ABS – недостаточная развитость финансового рынка и отсутствие юридическим норм, регулирующих данные инструменты.

---

[74] A NOTE ON FINANCING MERGERS WITH CONVERTIBLE PREFERRED STOCK; SPRECHER, C. RONALD. Journal of Finance, Jun71, Vol. 26 Issue 3, p683-685, 3c

[75] http://law.jrank.org/pages/9241/Poison-Pill.html - сайт электронной американской правовой библиотеки law.jrank.org, статья про “ядовитые пилюли” (poison pills)

В целом в российской практике большинство сделок проводится через уплату стоимости денежными средствами (более 90% сделок в 2009-2011 гг., по которым раскрывалась механизм оплаты[76]). Развитие механизма обмена акциями существенно отстает в силу рассмотренных нами причин. Использование рассмотренных нами альтернативных механизмов структурирования способно существенно повысить эффективность проведения сделок путём снижения стоимости финансирования и удовлетворения этими инструментами специфических требований продавца и покупателя.

[76] Расчёт автора на основе базы данных Bloomberg по сделкам на российском рынке

2.3. Проблемы проведения слияний и поглощений в России на примере сделки между Уралкалием и Сильвинитом

Рассмотрим специфику проведения сделок на российском рынке на примере одной из самых заметных за последние годы сделки – объединения двух ведущих российских производителей калийных удобрений, "Уралкалия" и «Сильвинита».

Цель сделки

Объединение компаний привело к созданию ведущего мирового производителя калийных удобрений и одной из крупнейших в России компаний по добыче полезных ископаемых. Она будет обеспечивать около 17-20 процентов мирового производства калийных удобрений (на третьем месте в мире после PotashCorp и Mosaic) и контролировать 42% мировых экспортных поставок. Экспортные поставки будут составлять около 84% от объема производства.

Компания также будет обладать серьезными возможностями по увеличению долга для финансирования инвестиций для расширения производственных мощностей.

Оценка синергетического эффекта

Данная сделка в полной мере соответствовала долгосрочной стратегии "Уралкалия" и, по оценкам организаторов, поспособствует повышению стоимости объединенной компании за счёт увеличения рыночной доли, снижения затрат и объединения ресурсной базы[77]. Кроме того, обе компании фактически функционировали как единое целое в 1980-е гг. Синергетический

[77] Данные компании «Уралкалий»

эффект от сделки оценивался в 100 млн долл. в год к 2013г. и включает в себя следующие составляющие:

- *Операционная синергия* (55 млн долл.): сюда относятся снижение операционных затрат в результате эффекта масштаба, обмена технологиями и опытом, повышения эффективности обслуживающих подразделений. Также в эту оценку включены сокращение необходимых инвестиций в поддержание производства на 20 млн длл. в год и единовременный приток денежных средств (10 млн долл) в результате ликвидации избыточных запасов
- *Сокращение административно-хозяйственных расходов* (25 млн долл): это происходит за счёт объединения административных подразделений, устранений дублирующихся функций
- *Сокращение транспортных расходов* (20 млн долл.): перераспределение транспортных через Балтийский балкерный терминал, принадлежащий “Уралкалию”, снижение расходов на фрахтование судов за счёт возможности заключения более крупных и долгосрочных контрактов с контрагентами

Рассчитаем также прирост стоимости на основе методики, рассмотренной в первой главе. Показатель P/E ”Уралкалия” до сделки составлял 20.7, а «Сильвинита» - 12.1 и сделка была осуществлена с дисконтом в размере 8.65%[78]. Прогнозируемый прирост показателя EPS для “Уралкалия” составил, следовательно: 20.7/12.1 * 1.0865 - 1 = 85.9%.

Структурирование сделки

Объединение было реализовано посредством приобретения Уралкалием 1565151 обыкновенной акции (около 20%) "Сильвинита" у компании «Открытие» и присоединения "Сильвинита" к Уралкалию за счет выпуска

[78] На основе базы данных Mergermarket

обыкновенных акций Уралкалия в обмен на обыкновенные и привилегированные акции "Сильвинита".

Для целей финансирования сделки “Уралкалий” разместил биржевые облигации на ММВБ на общую сумму в 30 млрд руб. При этом одновременно с выпуском биржевых облигаций “Уралкалий” заключил сделку валютно-процентного свопа, обеспечив хеджирование своих обязательств в рублях РФ, подлежащих выплате по облигациям[79].

Для проведения обмена Уралкалий выпустил новые акции в объеме до 1.2 млрд шт., что составляет 56% от числа выпущенных акций компании на момент проведения сделки.

Проблемы

В ходе анализа данной сделки мы выявили ключевые проблемы, которые характерны и для всего российского рынка слияний и поглощений в целом: отсутствие эффективного механизма защиты интересов миноритарных акционеров и относительная недооценность инвесторами компаний, акций которых имеют только национальный листинг, проблемы корпоративного управления.

В начале 2011г. миноритарные акционеры «Уралкалия» подали иск против решения внеочередного собрания акционеров "Сильвинита" и договора "Уралкалия" и "Сильвинита" о присоединении[80]. В качестве истцов выступили компании «Акрон», Licona International, ROF (Cyprus) и Medvezhonok Holdings Ltd. (структура Prosperity Capital), владеющие 6,4% капитала, не согласные со стоимостной оценкой их доли в компании. Выкуп акций “Сильвинита” проводился исходя из оценки компании в 239,8

[79] «Уралкалий» обеспечил оптимальные условия долгового финансирования для приобретения акций «Сильвинит», портал Mergers.ru, от 28/02/2011: http://old.mergers.ru/review/news/news_10769.html
[80] “Не сдали калий”, Ведомости от 28.03.2011

млрд.руб, в то время как миноритарии оценивали ее в более чем 430 млрд.руб при конвертировании принадлежащих им ценных бумаг в акции «Уралкалия».

При этом в особенно неблагоприятном положении оказались владельцы привилегированных акций «Уралкалия» - их ценные бумаги были оценены с дисконтом в 61% по отношению к обыкновенным акциям компании. Отмечалось, что данный дисконт превышает типичные для рынка показатели в 10-25% (например в ряде сделок по реорганизации «Связьинвеста» средний дисконт для привилегированных акций составил 20%[81]).

Действительно, несмотря на то что обе компании занимаются одинаковым бизнесом и являются весьма схожими по основным производственным и финансовым показателям, “Сильвинит” получил лишь 39 процентов от стоимости бизнеса объединенной компании.

Необходимо заметить, что в то время как финансовые показатели компаний находились на одном уровне (выручка обеих компаний в 2009 составила около 34 млрд руб, рентабельность по EBITDA около 60%), исходя из своих технических показателей, “Сильвинит” до сделки был даже крупнее “Уралкалия”, т.к. располагал более крупными запасами.

Кроме того, эксперты Ассоциации по защите прав инвесторов (АПИ) посчитали[82], какой объем товарной продукции потеряют миноритарии "Сильвинита" в результате проведения сделки.

“Сильвинит” в 2010г. произвел 5252 тыс тонн хлористого калия, то есть в расчете на каждую акцию (обыкновенные + привилегированные) "Сильвинита" перед присоединением к "Уралкалию" приходилось 498 кг произведенного хлористого калия.

[81] "Связьинвест" разложили по процентам Газета "Коммерсантъ", №49 (4349), 23.03.2010
[82] “«Сильвинит» продешевил”, Информационный портал “Gazeta.ru”, статья от 23.12.10

Объединенная компания в 2010 году произвела бы 10300 тыс тонн - при этом на одну акцию приходится 3,3 кг. Так как владелец одной привилегированной акции "Сильвинита" при обмене получает 51,8 акций "Уралкалия", то после слияния компаний на каждую привилегированную акцию "Сильвинита" приходится всего 172 кг хлористого калия.

То есть в результате присоединения владельцы привилегированных акций теряют в реальном выражении 65% приходящейся на их долю продукции.

Почему же “Сильвинит” был оценен с таким дисконтом?

По нашему мнению, первоначальная причина – существенная разница в капитализации обеих компаний. Незадолго до совершения сделки рыночная стоимость акционерного капитала “Уралкалия” составляла 16 079 млн долл, в то время как у «Сильвинита» данный показатель был в почти в 2 раза меньше – 8 768 млн долл. Одна из основных причин – наличие листинга первой компании на Лондонской бирже, и как следствие, более высокая ликвидность (в 2009-2010гг., за год до совершения сделки ежедневно на рынке торговалось 0.005% акций компаний по сравнению с 0.255% у “Сильвинита”[83]) и информационная прозрачность в глазах инвесторов, что увеличивает требуемую доходность (а, следовательно, ставку дисконтирования денежных потоков, WACC).

Средневзвешенная стоимость капитала для "Уралкалия" и "Сильвинита"[84]

	Уралкалий	Сильвинит
Безрисковая ставка	3.80%	3.80%
Рыночная премия	7.20%	7.20%
Бета	0.53	0.53

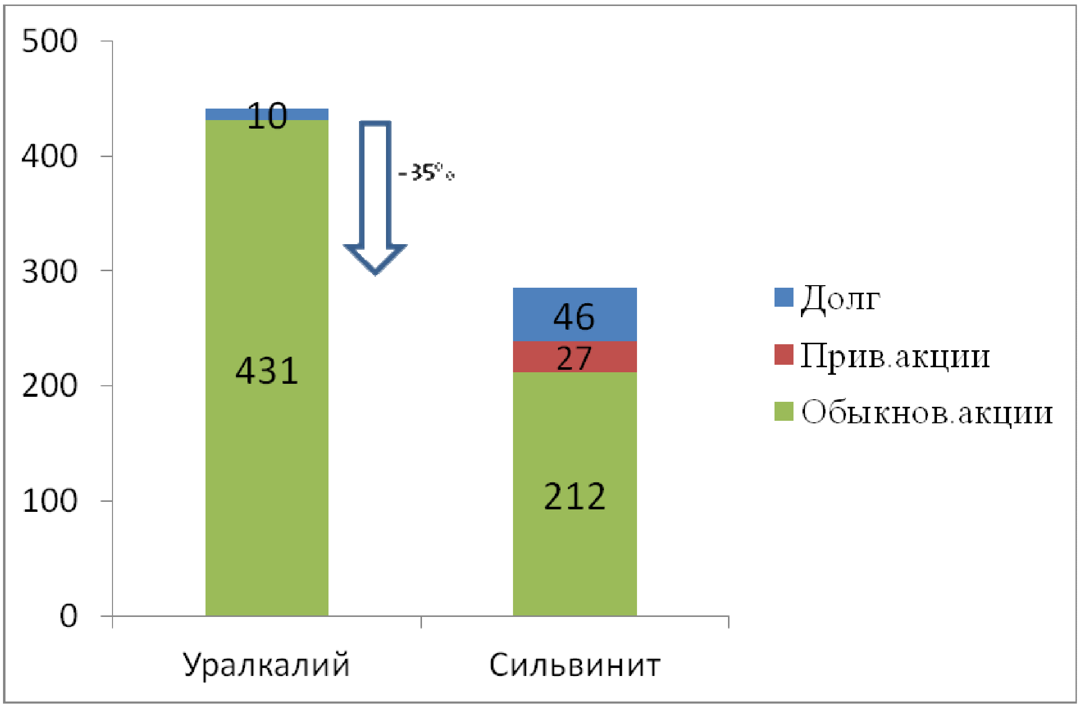
[83] Расчёт автора на основе информации из базы данных Bloomberg
[84] Uralkali and Silvinit:: The Hot Season, VTB Capital, 26.08.2010

Страновой риск	5.60%	5.60%
Лямбда	0.5	0.5
Премия за ликвидность	1%	5%
Премия за корп.управление	1%	3%
Стоимость акц.кап	12.4%	18.4%
Доля акц.кап	97%	70%
Стоимость заемн.кап (после нал)	2.30%	7.10%
Доля заемн.кап	3%	30%
WACC	12.1%	15.0%

Действительно, инвестиционные банки учитывали при расчёте средневзвешенной стоимости капитала “Сильвинита” премии за ликвидность и корпоративное управление. В результате, по данным аналитиков ВТБ-Капитала[85], WACC “Сильвинита” составил 15.0%, в то время как WACC “Уралкалия” равнялся 12.1% перед проведением сделки.

Оценка компаний для целей проведения сделки, млрд.руб[86]

[85] Uralkali and Silvinit:: The Hot Season, VTB Capital, 26.08.2010
[86] Финам, данные «Уралкалия»



В то время как акция Уралкалия торговались с 46-процентной премией (мультипликатор EV/EBITDA = 24.9) по отношению к ценным бумагам сопоставимых эмитентов (зарубежные компании K+S, Potash Corp., SQM, Interpid Potash, Mosaic, Israel Chemicals), акции Сильвининта торговались с 40-процентным дисконтом (мультипликатор EV/EBITDA = 12.9).

Интересный факт: риск корпоративного управления "Уралкалия" реализовался на практике: интересы миноритарных акционеров компании при проведении сделки так и не были учтены.

В марте 2012г. миноритарные акционеры «Сильинита» снова пытаются оспорить объединение компании с «Уралкалием», однако шансов у них немного, т.к. они уже проиграли в федеральном арбитраже[87].

Сделка между "Уралкалием" и "Сильвинитом" - одна из крупнейших сделок на российском рынке за последние годы (стоимость 7.8 млрд долл.). В сделках малого и среднего размера на российском рынке, к рассмотренным

[87] "«Медвежонок» и «Сокол» против Керимова", портал Gazeta.ru, статья от 06.03.12; http://www.gazeta.ru/business/2012/03/06/kz_4028749.shtml

нами проблемам, как правило, добавляются вопросы, связанные со сложной структурой владения компанией, неполным раскрытием информации.

3.1 Возможности использования зарубежного опыта проведения сделок слияний и поглощений в России

В зарубежной практике проведения слияний и поглощений обрели популярность такие механизмы проведения сделок, как финансируемый выкуп (levereged buyout, LBO) и обратное поглощение.

Финансируемый выкуп (leveraged buyout) – это поглощение, осуществляемое, как правило, институциональными инвесторами, для финансирования которого используется большая доля заёмных средств. При этом активы поглощаемой компании используются как обеспечение для заёмного капитала. В силу высоких рисков, выпускаемые под LBO облигации, или другие ценные бумаги, обычно имеют довольно низкий кредитный рейтинг.

Объектом LBO выбирается компания, обладающая серьёзным потенциалом развития и стабильными прогнозируемыми денежными потоками (что используется для погашения долга). Также компания должна обладать низкой долговой нагрузкой и возможностями увеличения денежных потоков.

Поглощаемая компания престаёт быть публичной, и её акций более не обращаются на рынке. *Выкуп управляющими (management buyout)* – ситуация, когда инициатор сделки является текущее руководство компании.

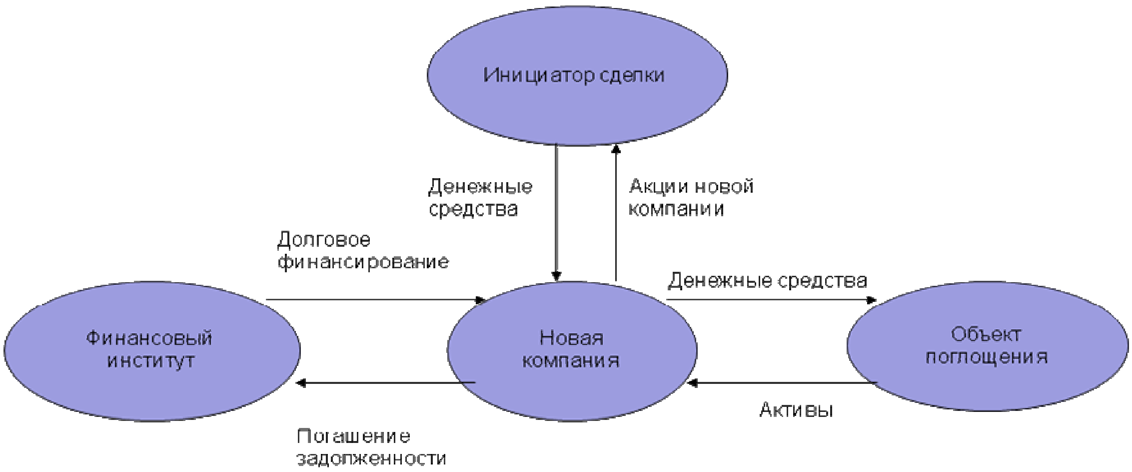
Механизм LBO[88]:

Лица, финансирующие LBO, создают новую компанию, которая сначала скупает все акции объекта поглощения. Происходит слияние этой компании

[88] Giuliano Iannotta, Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services; Springer, 2010, 193с; глава 2.7

и объекта. Образуемая компания обычно финансируется 25-50% долевыми инструментами и на 75-50% - долговыми. Популярная стратегия выхода из LBO – проведение финансовыми институтами вторичного, т.н. обратного (reverse) IPO.

Схема проведения сделки LBO



Эпоха бума сделок LBO пришлась на 1980-е гг. в США. Эта активность была связана с отменой ряда антимонопольных ограничений, что привело к разрешению проведения ранее разрешённых сделок[89]. Было выпущено множество мусорных облигаций (junk bonds) для финансирования LBO. Самая крупная сделка ознаменовала конец периода, когда в 1989г. финансовая компания KKR приобрела RJR Nabisco за $31.1 млрд.долл. Тогда разразилась серьёзная борьба между потенциальными покупателями, что почти в два раза подняло окончательную цену[90]. С падением цен на мусорные облигации активность LBO понизилась, а RJR Nabisco была продана в 1995 примерно по цене приобретения.

В 2005-2007гг. процессы LBO опять активизировались. Этому способствовали снижение процентных ставок, облегчение доступа к

[89] Сайт http://www.lbo-advisers.com/Leveraged-Buy-Out.asp, статья "The History of the Leveraged Buy-Out"
[90] Richard A. Brealey, Stewart C. Myers Principles of Corporate Finance, 7/e - The McGraw−Hill, 2003, 1061c; глава 34

кредитным ресурсам и принятие закона Сарбейнза - Оксли в США. В 2008г., в связи с перегревом долгового рынка, началась коррекция. Принимая во внимание общую ситуацию на рынке, можно считать, что пузыря на рынке LBO в этот период не наблюдалось.[91]

Преимущества LBO:

Основными преимуществами использования механизма LBO для приобретающей стороны при совершении сделок являются:

1) Низкая потребность в наличных средствах/акционерном капитале для совершения сделки.
2) Снижение средневзвешенной стоимости капитала компании. Стоимость заёмных средств, как правило, ниже стоимости акционерного капитала (в виду более низкого риска и эффекта налогового щита), и увеличение доли заёмных средств способствует снижению требуемой инвесторами доходности капитала компании (WACC). Снижая WACC, компания тем самым увеличивает свою стоимость за счёт роста будущих дисконтированных денежных потоков. Стоит отметить, что для реализации эффекта налогового щита необходимо, чтобы приобретаемая компания генерировала положительную прибыль.

В случае если приобретающая сторона – финансовый инвестор (фонд прямых инвестиций, private equity fund), механизм LBO обладает дополнительными преимуществами:

1) Возможное улучшение операционных показателей компании (менеджмент private equity фондов, как правило, обладает достаточными навыками и опытом, чтобы увеличить стоимость приобретаемой компании за короткие сроки

[91] Katharina Lichtner, “LBO bubble, what bubble?”, Pensions: An International Journal 13, 97-100 (Jan–April 2008)

2) Отсутствие влияния на стратегию компании со стороны доминирующего нефинансового акционера

Недостатки LBO

1) Необходимость совершения высоких фиксированных платежей по долгу затрудняет возможности инвестирования генерируемого компанией денежного потока
2) Повышенная долговая нагрузка увеличивает операционный рычаг компании (соотношение фиксированных и переменных затрат), что увеличивает риски, повышая чувствительность финансовых результатов компании к динамике бизнес-циклов и действиям конкурентов
3) Как следствие, данный механизм не подходит для приобретения компаний со сверхвысокими прогнозируемыми темпами роста и /или высоким риском ведения бизнеса
4) Возможные сложности с привлечением долгового финансирования. На наш взгляд, на российском рынке данная проблема наиболее актуальна – практика целевого кредитования на приобретение бизнеса недостаточно развита, а процентные ставки по займам остаются на высоком уровне.

Выделяют следующие критерии, которым должна удовлетворять компания – объект потенциального поглощения с использованием механизма LBO[92]:

- Генерирование стабильного денежного потока

[92] Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions (Wiley Finance), 2009, стр.168

- Ведущая позиция на рынке либо обладание серьезными конкурентными преимуществами
- Наличие возможностей дальнейшего роста компании
- Наличие возможностей увеличения эффективности ведения бизнеса
- Низкие требуемые капитальные затраты
- Высокая стоимость активов – необходимо в качестве обеспечения по привлекаемому финансированию для совершения сделки
- Надежный менеджмент

Российская практика проведения сделок LBO

Первые сделки LBO проводились в России ещё в 2003г. Тогда “Вэб-инвест банк” профинансировал покупку ОАО “Ленинградский комбинат хлебопродуктов им. Кирова” группой “Ленстро” на $400млн. В период до 2008г. проводилось достаточно много сделок с существенной долей заёмных средств. Этому способствовал как общий экономический рост, так и некоторые изменения в законодательстве, уравнивающие права российских и иностранных инвесторов при сотрудничестве с российскими банками. В кризисные годы сделки LBO почти не проводились. Причина – повышенная рискованность таких сделок.

Стоит отметить, что описываемые сделки полноценным LBO не являются. Сделок с возвратом кредита за счёт денежного потока, генерируемого целевой компанией, в России до недавнего времени почти не было[93]. В кризисные 2008-2009гг., наряду с общим снижением активности на рынке корпоративного контроля сделок LBO не проводилось.

Интересная сделка произошла в сентябре 2011г., когда инвестфонд TPG Capital профинансировал покупку контрольной доли в сети "Лента" за

[93] «Финансовый Директор», № 1 за 2007г, статья “ Как приобрести бизнес на заемные средства”

счёт кредитной линии, открытой банком ВТБ[94]. Особенность этой сделки состояла в том, что заем был оформлен на саму «Ленту», что позволило приобретающей стороне (TPG Capital) получить более высокую доходность от инвестиций.

Однако обратной стороной такого финансирования сделки стало серьёзное увеличение долговой нагрузки «Ленты» - показатель Чистый долг/EBITDA вырос почти в три раза и приблизился к значению 5, которое серьезно превышает долговую нагрузку у других российских ритейлеров. К примеру, у “Магнита” аналогичный показатель на момент совершения сделки составлял около 2, а у X5 равнялся 3.6. «Ленте» обслуживать кредит либо из операционных денежных потоков, либо через выплату дивидендов, что существенно снизит возможности по инвестициям в развитие бизнеса. Логично предположить, что TPG Capital рассчитывает на получение быстрой прибыли и выход из компании в течение 2-3 лет.

Что касается общего состояния российского рынка корпоративного контроля, то на положительными факторами для развития LBO на нём являются:

- Большое количество недооценённых компаний

Как было показано ранее в нашей работе, среднее значение показателя P/E по компаниям, торгующимся на ММВБ по итогам 2011г. составило 6.5, в то время как, для сравнения, для индекса SP 500 данное значение равнялось 14.0[95]

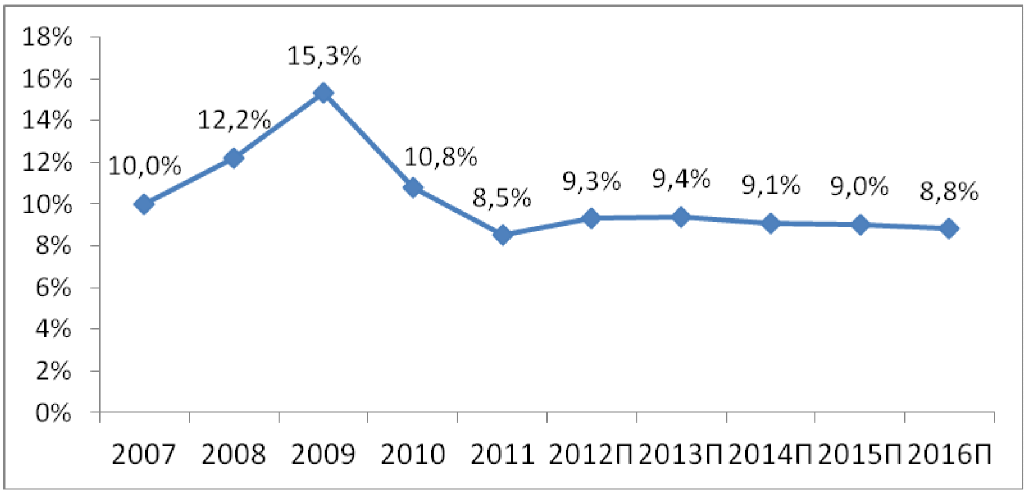
- Снижение процентных ставок.

Начиная с 2010г., на российском рынке наблюдается посткризисная тенденция снижения средних процентных ставок по банковским кредитам предприятиям. Согласно данным исследования, проведенного экспертами Economist Intelligence Unit, в среднесрочном периоде номинальные

[94] “"Лента" завязалась на миллиард”, Газета "Коммерсантъ", №175 (4716), 20.09.2011
[95] Расчёты автора на основе данных системы Bloombetg

процентные ставки по кредитам нормализуются на уровне 8.8% в номинальном выражении.

Динамика и прогноз процентных ставок по кредитам предприятиям в 2007-2016гг.[96]



- Снижение стоимости активов предприятий

Согласно исследованию, проведённому компанией КПМГ[97], в 2010г. порядка 73% компаний публичных российских предприятий признали существенное обесценение активов, причём наибольшее снижение стоимости пришлось на активы компаний финансового, горнодобывающего и энергетического секторов.

Факторы, препятствующие развитию LBO в России:

В связи с высокой стоимостью долгосрочного финансирования сделки LBO может проводить довольно ограниченный круг российских компаний. Как следствие, LBO по большей части востребовано крупными

[96] Факт. значения по данным ЦБ РФ, прогноз 2012-2016гг. - Economist Intelligence Unit (EIU)
[97]Исследование КПМГ " Обесценение активов в финансовой отчетности публичных компаний: итоги 2010 года", 2012г.

международными предприятиями, имеющими доступ к более дешевым синдицированным кредитам западных банков.

С другой стороны, на российском рынке для инвесторов более привлекательными являются средние и мелкие из-за их возможной недооцененности и меньшей стоимости сделки, а следовательно, и более низкого риска. С другой стороны, такие предприятия, перспективные для LBO, не всегда имеют прозрачную отчетность и стабильные прогнозируемые денежные потоки.

Таким образом, мы можем выделить следующие факторы, препятствующие развитию LBO в России:

- Высокая стоимость заёмных средств
- Недостаточное развитие долгосрочного кредитования
- Непрозрачность отчётности и сложность прогнозирования денежных потоков у мелких и средних компаний

Но, несмотря на препятствия, возникающие на пути проведения подобных сделок, LBO все же является эффективным механизмом финансирования на рынке M&A.

Анализ совокупности данных факторов показывает, что в целом возможности для проведения LBO в России присутствуют, однако осуществление таких сделок связано с рядом трудностей. Тем не менее, мы считаем, что с общим развитием российской экономики количество сторонников данного инструмента на российском рынке будет увеличиваться.

Сделки MBO (выкуп бизнеса менеджерами)

Management buyout (MBO) – сделка, при которой компания выкупается её менеджментом. Так как при этом менеджеры, как правило, не имеют достаточных собственных средств для совершения выкупа, сделки MBO часто финансируются с помощью банковских кредитов, средств фондов private equity или кредитования сделки прежними владельцами компании. При этом активы выкупаемой компании часто служат обеспечением по займам.

Тогда как в мировой практике сделки MBO зарождались как разновидность финансируемого выкупа, в российской практике они получили большее распространение, чем классическое LBO. Интересный факт – многие приватизационные аукционы 1990-х гг., когда компании зачастую выкупались управляющими, формально напоминали процедуру MBO[98].

Как приватизационные аукционы, так и общее развитие российской экономики привели к тому, что на многих предприятиях собственность и контроль не разделены. Такая культура ведения бизнеса, по нашему мнению, в целом способствует дальнейшему развитию как сделок LBO, так и сделок minority squeeze-out, при которых владелец-менеджер увеличивает свою долю в компании, выкупая её ценные бумаги у миноритарных акционеров.

По данным агентства Mergers.ru[99], в 2011г на российском рынке можно выделать 28 сделок MBO на общую сумму 707 млн.долл. Стоит отметить, что подавляющая часть сделок MBO относится на сделки малого размера (90% сделок имели стоимость менее 30 млн долл.).

Крупнейшие сделки MBO на российском рынке в 2011г.

Объект	**Оценка, млн.долл.**	**Вид**	**Отрасль**
Мосметрострой	570	Полное приобретение	Строительство
Самараоргсинтез	40	Поглощение	Хим.промышленность
Горнопроходческих работ № 1	30	Консолидация	Строительство

[98] “Контрольная закупка”, Журнал "Коммерсантъ Секрет Фирмы", №3 (138), 23.01.2006
[99]“ Management BuyOut, январь-декабрь 2011”, исследование информационного агентства Mergers.ru

В ноябре 2011г. на российском рынке произошла одна из крупнейших сделок МВО за последние годы, когда менеджеры “Мосметростроя” во главе с гендиректором Евгением Кашиным выкупили компанию у инвестиционной компании БФА Владимира Когана, который годом ранее приобрёл её на приватизационном аукционе[100]. Сообщалось, что сделка была осуществлена на заёмные средства, а кредит предоставил Банк Москвы. Рентабельность метростроения в целом невысока, но для менеджмента это профильная деятельность и норма доходности устраивает последних в большей степени.

На наш взгляд, направление МВО достаточно перспективно для российского рынка, в первую очередь, в виду сложившейся практики неразделения собственности и контроля. Однако развитие сделок МВО в России осложняют те же проблемы, связанные с привлечением долгосрочного финансирования, как и классических сделок финансируемого выкупа. Поэтому наиболее вероятен прирост сделок по выкупу менеджерами бизнеса малого и среднего размера.

Обратное поглощение – это сделка, при которой акционеры частной (непубличной) компании приобретают контроль над публичной компанией (т.н. *шелл-компанией*), а публичная компания - активы частной компании. Обычно выбирается публичная компания, не располагающая существенными активами, что делает малозатратным её поглощение. Компания, совершающая обратное поглощение, не нуждается в немедленном получении инвестиций, но, как правило, имеет возможности быстрого роста.

Выделяются следующие преимущества обратного поглощения[101]:

1) Обратное поглощение требует меньше времени и материальных затрат, чем IPO

[100] “Коган вышел из-под земли”, Ведомости от 01.12.2011
[101]Schroff, William K., “Reverse merger or IPO? Consider the former when you take your family business public”, Strategic Finance, May 2004

2) Обратное поглощение менее подвержено рыночному риску, чем IPO. В случае падения рынка IPO может быть приостановлено, а результаты обратного поглощения зависят от ситуации *после* поглощения шелл-компании.

3) В случае если шелл-компания несёт убытки, они могут быть перенесены на будущие периоды при налогообложении. Таким образом поглощающая компания получает дополнительную экономию денежных средств.

К недостаткам обратного поглощения относят:

1) *История шелл-компании*. Компания может иметь скрытые обязательства, так что необходима тщательная проверка. В случае если существующие акционеры недовольны деятельностью компании, после поглощения они могут начать избавляться от своих акций.

2) *Размывание акционерного капитала* происходит, когда владельцы шелл-компании требуют сохранения своей доли в компании. Чем ценнее шелл-компания (например, она имеет перенесённые убытки), тем сильнее размывается доля акционеров непубличной компании.

<u>Механизмы, применяемые при обратном поглощении[102]:</u>

а) *Обыкновенное поглощение*. Это самый простой механизм. Шелл-компания полностью поглощает непубличную компанию, которая прекращает своё существование. Акции непубличной компании конвертируются в акции шелл-компании. Собственники непубличной

[102] David N. Feldman, Steven Dresner, “Reverse Mergers: Taking a Company Public Without an IPO”, Bloomberg Press; 2006, 282с; глава 3

компании получают контрольной пакет акций в новой публичной компании. При этом все обязательства, судебные штрафы, и т.п. остаются.

б) *Обратная треугольная модель (обмен акциями)*. Публичная компания создаёт “пустое” дочернее предприятие, которое затем сливается с непубличной компанией. Затем происходит обмен акциями между публичной и непубличной компаниями. В результате дочернее предприятие исчезает и бывшая непубличная компания становится 100%-ной “дочкой” публичной компании. Преимущество данного механизма в том, что он не вредит операционной деятельности компании. По сути, происходит смена только владельца непубличной компании. Однако проведение такой сделки может потребовать проведения нового листинга на бирже.

в) *Обмен акций на активы.* Шелл-компания проводит дополнительную эмиссию, приобретает активы непубличной компании, расплачиваясь за них контрольным пакетом своих акций. После урегулирования вопросов по всем обязательствам частная компания распускается. В результате у новой публичной компании не остаётся старых обязательств.

Возможности проведения обратных поглощений на российском рынке

Случаи проведения сделок обратного поглощения с российскими компаниями единичны. В 2000г. небольшая российская нефтяная компания ЗАО “Голойл” с помощью использования “Teton Petroleum” как шелл-компании смогла выйти на американский внебиржевой рынок. В результате сделки капитализация российской компании выросла более чем в 3 раза за 3 года.[103]

Более свежий пример –сделка между ОАО “Полюс золото” и казахской золотодобывающей компанией Kazakhgold. Акции последней размещены на Лондонской фондовой бирже, что в случае совершения сделки выведет “Полюс золото” на новый рынок. Переговоры по сделке идут ещё с 2008г., но

[103] по данным «Эксперт» №16 (370)/ 28 апреля 2003, статья “ Только для сильных”

не обошлось без проблем. Например, выяснилось, что в случае смены контролирующего акционера владельцы выпуска еврооблигаций KazakhGold на $200 млн могут предъявить их к досрочному выкупу по 101% от номинала[104] (скрытое обязательство). Период 2008-2010 характеризовался ростом цен на золото, но это не позволяло “Полюс золото” выиграть на капитализации из-за неопределённости ситуации с KazakhGold.

Компания “Полиметалл” также объявила о возможности проведения обратного поглощения[105]. В результате сделки её акции перейдут к головной компании Polymetal International, зарегистрированную в Лондоне, которая проведёт допэписсию на $1 млрд.

На наш взгляд, в настоящий момент видимых препятствий для проведения обратного поглощения российскими предприятиями не наблюдается. Если до недавнего времени данный механизм не был популярен в России, то успешный пример сделки между ОАО “Полюс золото” и KazakhGold и посткризисный рост рынка корпоративного контроля могут позитивно повлиять на развитие данного механизма. В случае верной идентификации шелл-компаний менеджерами подобные сделки могут стать альтернативой совершения IPO.

[104] «Коммерсантъ» № 2 (4057) от 12.01.2009, статья “"Полюс" принесет KazakhGold трудности”
[105] «Коммерсантъ» № 202 (4502) от 29.10.2010, статья “"Полиметалл" нашел выход в Лондон”

3.2 Перспективы развития российского рынка слияний и поглощений

Российский рынок слияний и поглощений в настоящее время находится в фазе роста. Необходимо отметить, что динамика этого рынка напрямую связана с общем развитием российской экономики (как было показано во второй главе данной работы, существует положительная корреляция между объёмом рынка слияний и поглощений и ростом ВВП).

Таким образом, дальнейшие перспективы рынка будет на наш взгляд, во многом связано с общеэкономическими процессами и развитием финансового рынка в России.

- Совершенствование законодательства. На наш взгляд, развитию рынка поспособствует дальнейшее совершенствование законодательства в сферах гражданского права, антимонопольного регулирования и иностранных инвестиций. В частности, существенный результат даст принятие следующих мер:

    - расширение форм реорганизации – на российском рынке часто происходят сделки по выделению активов и пассивов одного юридического лица другому и разделению активов пассивов среди нескольких уже существующих предприятий. На данный момент такие сделки не регулируются Гражданским Кодексом
    - также необходимо введение возможности комбинирования форм реорганизации
    - в целях защиты интересов участников сделок необходимо законодательное закрепление обязанности привлечения независимого оценщика для определения рыночной стоимости акций, на основе которой осуществляется сделка

- определенное ужесточение требований по раскрытию структуры собственности (в том числе конечных бенефициаров) для выявления заинтересованных сторон при совершении сделок
- определенное ужесточение требований по раскрытию информации о стоимости проводимых сделок позволит повысить эффективность рынка за счет увеличения его прозрачности
- совершенствование законодательства о финансовых инструментах (например, в части обеспеченных активами ценных бумаг) позволит структурировать сделки, в наибольшей степени удовлетворяющие требованиям продавца и покупателя

- Развитие финансового рынка. Общее развитие российского финансового рынка должно положительно повлиять на процессы слияний и поглощений. В то время как повышение ликвидности на внутреннем рынке – долгосрочной процесс, в ближайшей перспективе российские компании смогут получать большую выгоду от зарубежного листинга – с 2013г. будет снято действовавшее 25-процентное ограничение на размещение акций на зарубежных площадках.[106]

На данный момент можно выделить следующие преимущества зарубежного листинга для компании:

- наличие крупного инвестиционного капитала
- развитость фондового рынка, как следствие — высокая ликвидность российских ценных бумаг
- широкий круг потенциальных инвесторов – крупные зарубежные площадки доступны не только для национальных, но и для ряда международных инвесторов
- популяризация компании за рубежом

[106] “ФСФР снимает ограничения на размещения акций за рубежом”, РБК Daily от 15.11.2011

Перечисленные факторы дают возможность увеличить стоимость компании, акции которой размещены на зарубежной площадке, при проведении сделки.

Однако размещение акций в России имеет и свои определенные преимущества

- меньшая стоимость размещения: в РФ — от $500 тыс., за рубежом — от $1 млн; издержки могут отличаться в два и более раз107
- более высокая оперативность: период подготовки и проведения размещения в РФ — от 3–4 до 6–12 месяцев; на LSE — от 7–8 до 18 месяцев, на NYSE — от 10–11 до 24 месяцев
- более лояльные требования к комплекту документов и раскрытию информации
- возможность повысить узнаваемость компании или бренда на российском рынке

В этом плане российское законодательство создает более комфортные условия для проведения IPO. Самое важное для компаний – сформировать привлекательную инвестиционную идею и суметь донести её до инвесторов.

- Развитие использования финансовых инструментов для совершения сделки

  Как говорилось во второй главе, это позволит проводить сделки с использованием более привлекательных для сторон схем структурирования
- Приватизация

  Реализация запланированных приватизационных программ приведет к появлению интересных возможностей как для финансовых, так и для стратегических инвесторов. Эти программы уже вызвали большой интерес

[107] журнал «ВАНДЕРБИЛЬД», №6 за 2010 год, "Российский рынок IPO"

за пределами России, так что ожидается заключение нескольких крупных сделок по приобретению российских активов иностранными инвесторами

- Развитие банками целевого кредитования на приобретение бизнеса

  Практика целевого кредитования банками сделок по приобретению бизнеса в настоящий момент в России почти не развита. Однако на зарубежных рынках подобные программы существуют и инвесторы их активно используют, в частности, для проведения сделок LBO

- Развитие оценки бизнеса

  Совершенствование практики оценки бизнеса при слияниях и поглощениях приблизить суммы сделок к справедливым значениям и верно оценивать синергетический эффект при проведении сделки

- Необходимо также повысить прозрачность компаний корпоративного сектора, ликвидировать высокие экономические институциональные риски и административные барьеры

Заключение

В данной работе были рассмотрены теоретические основы проведения сделок по слиянию и поглощению и особенности осуществления трансакций на российском рынке.

В работе показано, что возможности успеха проведения сделки во многом определяются на ранней стадии – при анализе роли планируемой сделки в рамках долгосрочной стратегии компании. Кроме того, конкретные мотивы осуществления слияния и поглощения, как правило, влияют на его эффективность. На конечном этапе проведения сделки необходимо корректно провести интеграцию объединённых предприятий, что поспособствует их наилучшему дальнейшему развитию.

Анализ российской практики показал, что национальный рынок корпоративного контроля находится в фазе посткризисного восстановления, однако в предыдущие годы был достаточно волатилен, что нашло отражение в высокой вариации премии за контроль при проведении сделок в разные года. На рынке высоко активен малый бизнес - на сделки стоимостью до 10 млн. долл. приходится около половины всего количества транзакций.

Перспективы дальнейшего развития рынка во многом связаны с возможностью осуществления фундаментальных преобразований на финансовом рынке и в национальной экономике в целом.

Были рассмотрены проблемы структурирования сделок – для российского рынка перспективно использование акций и альтернативных финансовых инструментов (в первую очередь, корпоративные облигации и привилегированные акции). В частности, оплата акциями снижает размер требуемой премии за контроль, а использование гибридных инструментов позволяет ограничить размытие долей текущих акционеров компании. Однако возможности полноценного использования таких механизмов структурирования пока ограничены ввиду общей неразвитости российского финансового рынка

В ходе работы были выявлены ключевые проблемы, затрудняющие развитее слияний и поглощений как эффективных механизмов развития российских компаний: недостаток ликвидности национального фондового рынка, проблемы корпоративного управления непрозрачная структура собственности и финансовой отчётности компаний и проч. Недостаточная информационная открытость рынка осложняет эффективность оценки стоимость бизнеса для целей совершения сделки и поиск потенциальных инвесторов. Проблемы корпоративного управления и прозрачности деятельности компаний повышают риски приобретающей стороны.

Рассмотрение сделки между “Уралкалием” и “Сильвинитом” помогло определить в количественном выражении те риски (что отразилось в оценке стоимости компаний при совершении сделки), которые учитывают инвесторы при совершении сделок на российском рынке.

Были рассмотрены возможности использования зарубежного опыта по проведению сделок (LBO, MBO и обратное поглощение) в российской практике. LBO представляет собой перспективный механизм финансирования слияний и поглощений, но для его эффективного использования необходимо определенное совершенствование денежно-кредитной сферы (в части развития специальных программ кредитования на цели приобретения бизнеса и снижения долгосрочных кредитных ставок). В целом, на наш взгляд, проблема инфляции в российской экономике существенно ограничивает перспективы развития рынка корпоративного контроля – высокая стоимость заёмных ресурсов снижает привлекательность структурирования сделки с использованием заёмного финансирования. Сделки MBO могут получить дальнейшее развитие на национальном рынке, однако эта возможность осложнена схожими факторами. В отличие от LBO и MBO, для проведения сделок обратного поглощения специфических препятствий не наблюдается, и данный механизм может в ближайшее время стать альтернативой проведения IPO российскими компаниями.

Список использованной литературы:

Нормативно-правовые акты:

1) ГК РФ
2) Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ

Книги на русском языке:

3) Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б.Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М,2007. — 495 с
4) Молотников А. Слияния и поглощения. Российский опыт; - Вершина, 2006, 336 с
5) А. Р. Ладжу, С. Ф. Рид., “ Искусство слияний и поглощений”, Альпина Бизнес Букс, 2006 г., 960с
6) Патрик Вигери, Свен Смит, Мердад Багаи - Рост бизнеса под увеличительным стеклом, "Манн, Иванов и Фербер", — 2009
7) Ю. В. Игнатишин - Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы
8) Слияния и поглощения: виды, причины, защитные тактики; Елонова Н.Ю, (ст. юрист ЗАО «Делойт и Туш СНГ»), 2010

Книги на иностранных языках:

9) Creating Value Through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups
10) Stuart C. Gilson, Edward I. Altman - John Wiley and Sons, 2010 - 814c
11) Richard A. Brealey, Stewart C. Myers - Principles of Corporate Finance, 7/e, 2003

12) Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus , Investments, McGraw-Hill/Irwin, 2008, 1036c

13) Intelligent M&A - Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield, Scott Moeller and Chris Brady; John Wiley and Sons, 2007, 328c

14) A.R.Lajoux, J.F. Weston, "Art of M and A financing and refinancing", McGraw-Hill Professional, 1999

15) Aswath Damodaran. Investment Valuation 2nd Edition, John Wiley and Sons, 1372c,

16) Giuliano Iannotta, Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services; Springer, 2010, 193c

17) David N. Feldman, Steven Dresner, "Reverse Mergers: Taking a Company Public Without an IPO", Bloomberg Press; 2006, 282c

18) Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions, and Alliances, Revised and Updated, Mitchell Lee Marks, Philip H. Mirvis, October 2010, Jossey-Bass

Научные статьи:

19) Martynova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? Journal of Corporate Finance, 15, 290–315

20) J. Stein, "Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing," Journal of Financial Economics 32 (1992), c. 3–21

21) A NOTE ON FINANCING MERGERS WITH CONVERTIBLE PREFERRED STOCK; SPRECHER, C. RONALD. Journal of Finance, Jun71, Vol. 26 Issue 3, p683-685, 3c

22) Katharina Lichtner, "LBO bubble, what bubble?", Pensions: An International Journal 13, 97-100 (Jan–April 2008)

23) Schroff, William K., "Reverse merger or IPO? Consider the former when you take your family business public", Strategic Finance, May 2004

24) Семенов А.Л, “Специфика слияний и поглощений в Российской Федерации. Управленческий подход”; МГУ, 2009г.
25) McKinsey Quarterly, “The five types of successful acquisitions “;• Marc Goedhart, Tim Koller, and David Wessels, июль 2010
26) McKinsey Quarterly, “Organizing for M&A: McKinsey Global Survey results”, декабрь 2011
27) Z. Christopher Mercer, ASA, CFA - A BRIEF REVIEW OF CONTROL PREMIUMS A N D MINORITY
28) INTEREST DISCOU NTS; The Journal of Business valuation, (Toronto: Carswell Thomas, 1997), стр365-387
29) Дементьева А.Г. Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России // Право и управление. XXI век. 2008. № 8.

Статьи в периодических изданиях:

30) “РЦБ”, № 14 2009, статья “Динамика российского рынка слияний и поглощений и краткосрочные тенденции его развития”
31) ВЕДОМОСТИ от 15/12/2009, статья “«АвтоВАЗ» намерен избавиться от смежных производств”
32) «Финансовый Директор», № 1 за 2007г, статья “ Как приобрести бизнес на заемные средства”
33) Эксперт» №16 (370)/ 28 апреля 2003, статья “ Только для сильных”
34) «Коммерсантъ» № 2 (4057) от 12.01.2009, статья “"Полюс" принесет KazakhGold трудности”
35) «Коммерсантъ» № 202 (4502) от 29.10.2010, статья “"Полиметалл" нашел выход в Лондон”
36) Ведомости от 04.10.2011, “ «Газпром» и «Ренова» просят ФАС разрешить им объединить электроэнергетические активы»
37) “«Урупский» «причесывают» под IPO”, Коммерсантъ (Ростов), №58 (4840), 03.04.2012

38) “В CEDC защищаются от недружественного поглощения”, РБК Daily от 12.09.2011

39) Росбалт, 27/10/2011, “Google потратила на поглощения почти $1,5 млрд”

40) Лисин загрузился”, Алексей Непомнящий, Ведомости от 31.10.2011

41) «Сбербанк Капитал» вошел в «Вестер», Ведомости от 31.05.2010

42) “Не сдали калий”, Ведомости от 28.03.2011

43) "Лента" завязалась на миллиард”, Газета "Коммерсантъ", №175 (4716), 20.09.2011

44) “Коган вышел из-под земли”, Ведомости от 01.12.2011

45) “ФСФР снимает ограничения на размещения акций за рубежом”, РБК Daily от 15.11.2011

46) “Банкам утроят капитал”, РБК Daily от 19.01.2011

47) “«Эльдорадо» взяло пролив”, Ведомости от 30.01.2012

Статьи в интернет-изданиях:

48) http://mergers.ru/review/news/news_10055.html - сайт mergers.ru, статья “АМКУ окончательно разрешил объединение «Вымпелком» и «Киевстар»”, от 21/10/2010

49) http://mergers.ru/review/news/news_4759.html - сайт mergers.ru, статья “ «Евраз» приобрел производственные активы на Украине”, от 15/04/2008

50) http://www.maonline.ru/mna/13997-.html - сайт maonline.ru, статья “Мечел передаст своей «дочке» управление горнодобывающими активами” от 08/09/2008

51) http://www.interros.ru/portfolio/metall/poluszoloto/ - сайт ИК “Интеррос”, статья про ОАО "Полюс Золото"

52) http://www.cfin.ru/investor/manager_and_holder.shtml, статья “Пособие для независимого акционера”, Малахов В.И.

53) http://law.jrank.org/pages/9241/Poison-Pill.html - сайт электронной американской правовой библиотеки law.jrank.org, статья про “ядовитые пилюли” (poison pills)
54) Сайт http://www.lbo-advisers.com/Leveraged-Buy-Out.asp, статья “The History of the Leveraged Buy-Out”
55) Сайт компании ФБК http://www.fbk.ru/library/columns/mergers_2009, статья “Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году”
56) "Яндекс" вкладывается в стартапы”, портап MA Online от 29.08.2011, http://www.maonline.ru/mna/17606-yandeks-vkladyvaetsya-v-startapy.html
57) Сайт ЕЦБ, MIR EA loans to non-financial corporations, март 2012г.; http://www.ecb.int/stats/money/interest/interest/html/index.en.html
58) “Lonestate Assets получит контроль над "Колмар", портал MA Online, статья от 07.07.2011, http://www.maonline.ru/mna/17318-lonestate-assets-poluchit-kontrol-nad-kolmar.html
59) «Уралкалий» обеспечил оптимальные условия долгового финансирования для приобретения акций «Сильвинит», портал Mergers.ru, от 28/02/2011: http://old.mergers.ru/review/news/news_10769.html
60) “«Медвежонок» и «Сокол» против Керимова”, портал Gazeta.ru, статья от 06.03.12; http://www.gazeta.ru/business/2012/03/06/kz_4028749.shtml

Независимые обзоры и исследования:

61) Обзор КПМГ – “Рынок слияний и поглощений в России в 2011 году”, март 2012г.
62) Обзор компании KPMG “Российский рынок слияний и поглощений в 2010 году”
63) Обзор компании KPMG “Российский рынок слияний и поглощений в 2009 году”

64) Исследование агентства Mergers.ru - “Слияния и Поглощения в России, январь-декабрь 2011”
65) Презентация PwC “Финансовые инвесторы в России", 15 марта 2012 г.
66) Исследование агентства Mergers.ru - “Слияния и Поглощения в России, январь-декабрь 2011”
67) Исследование агентства AK&M – “Российский рынок слияний и поглощений в 2011 году”
68) Uralkali and Silvinit:: The Hot Season, VTB Capital, 26.08.2010”
69) Исследование КПМГ “ Обесценение активов в финансовой отчетности публичных компаний: итоги 2010 года”, 2012г.

Информационные базы данных

70) Информационная система Bloomberg
71) Информационная база данных о сделках по слиянию и поглощению Mergermarket
72) Информационная база данных макроэкономической статистики Economist Intelligence Unit
73) Бюллетень банковской статистики Банка России, декабрь 2011г.

Интернет-ресурсы:

74) Mergers.ru – портал о слияниях и поглощениях в России
75) Maonline.ru – портал о слияниях и поглощениях
76) Cfin.ru – портал об управлению компаниями, инвестициям, финансах и оценке
77) Fbk.ru - сайт аудиторской компании ФБК
78) Mirkin.ru – портал о финансах и рынке ценных бумаг
79) Rcb.ru – сайт журнала “Рынок ценных бумаг”
80) Rbc.ru – информационно-деловой портал