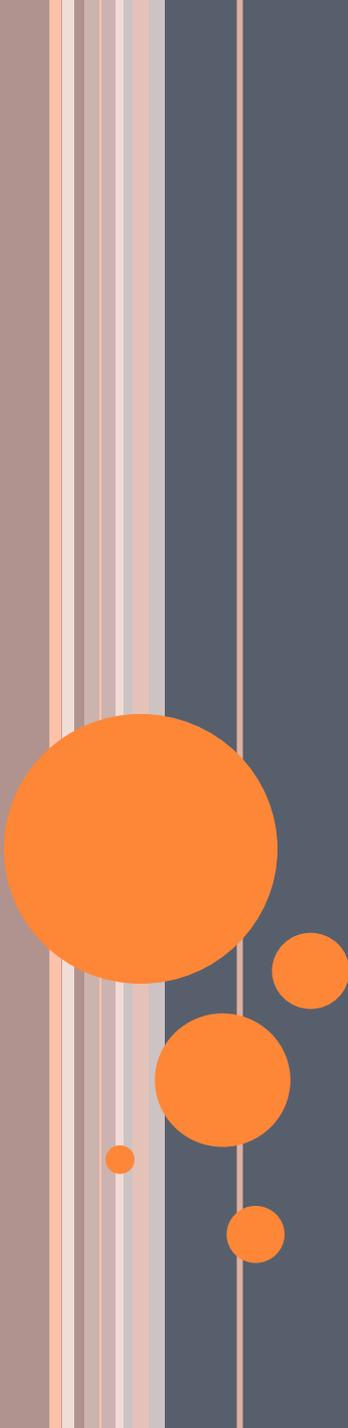




ТЕМА 4. Слияния и поглощения

1. Слияния и поглощения: основные понятия
2. Понятие и классификация слияний и поглощений
3. Основные мотивы слияний и поглощений
4. Механизм слияний и поглощений компаний
5. Методы защиты от поглощения



A decorative vertical bar on the left side of the slide, featuring a gradient from dark blue to light blue and several orange circles of varying sizes. The largest circle is at the top, with smaller ones below it, some overlapping the vertical bar.

1. Слияния и поглощения: ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ

- Существуют определенные различия в толковании понятия **“слияние компаний”** в зарубежной теории и практике и в российском законодательстве
- В соответствии с общепринятыми за рубежом подходами под слиянием подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур.



- В соответствии же с российским законодательством под слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом



- Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование



- В зарубежной же практике под слиянием может пониматься объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование.



За рубежом понятия “слияния” и “поглощения” не имеют такого четкого разграничения, как в нашем законодательстве.

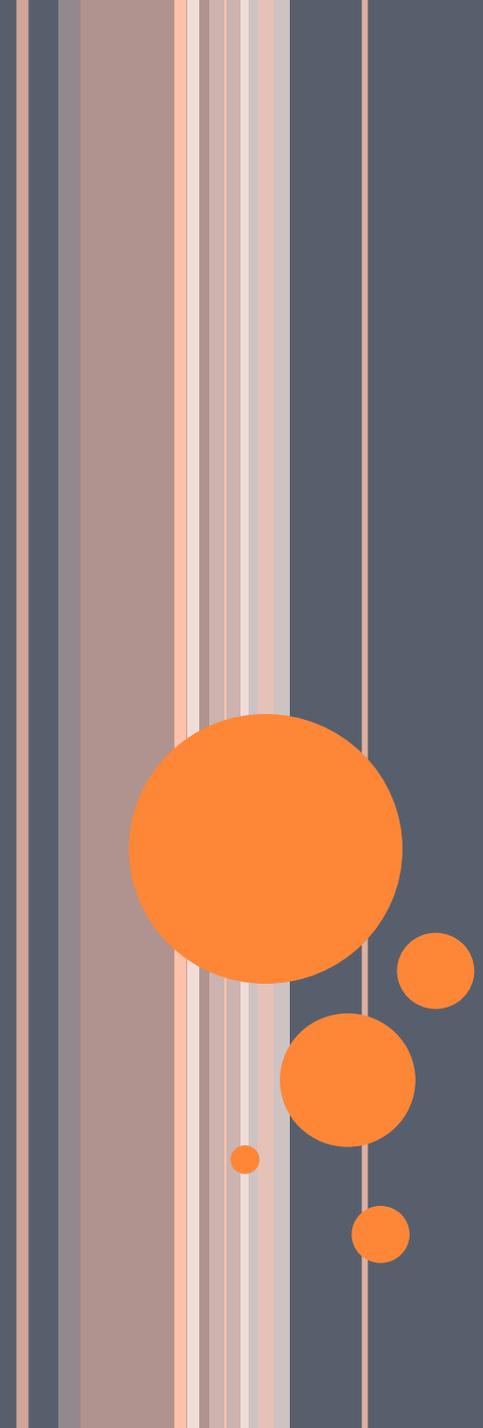
Даже сами английские аналоги рассматриваемых понятий имеют неоднозначное значение:

- Merger – поглощение (путем приобретения ценных бумаг или основного капитала), слияние (компаний)
- Acquisition – приобретение (например, акций), поглощение (компаний)
- Merger and acquisitions – слияния и поглощения компаний



- Поглощение компании можно определить как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее. Поглощение компании зачастую осуществляется путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия



A decorative vertical bar on the left side of the slide, featuring a gradient from dark blue to light orange, with several thin vertical lines and a series of orange circles of varying sizes.

2. ПОНЯТИЕ И КЛАССИФИКАЦИЯ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

В качестве наиболее важных признаков классификации этих процессов можно назвать:

- характер интеграции компаний
- национальную принадлежность объединяемых компаний
- отношение компаний к слияниям
- способ объединения потенциала
- условия слияния
- механизм слияния



В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ХАРАКТЕРА ИНТЕГРАЦИИ КОМПАНИЙ

- горизонтальные слияния – объединение компаний одной отрасли, производящих одно и то же изделие или осуществляющих одни и те же стадии производства
- вертикальные слияния – объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта, т.е. расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, вплоть до источников сырья, либо на последующие – до конечного потребителя
- родовые слияния – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары
- конгломератные слияния – объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности (слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом)



ТРИ РАЗНОВИДНОСТИ КОНГЛОМЕРАТНЫХ СЛИЯНИЙ

- Слияния с расширением продуктовой линии (product line extension mergers), т.е. соединение неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи
- Слияния с расширением рынка (market extension mergers), т.е. приобретение дополнительных каналов реализации продукции, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались
- Чистые конгломератные слияния, не предполагающие никакой общности



В ЗАВИСИМОСТИ ОТ НАЦИОНАЛЬНОЙ ПРИНАДЛЕЖНОСТИ ОБЪЕДИНЯЕМЫХ КОМПАНИЙ

- национальные слияния – объединение компаний, находящихся в рамках одного государства
- транснациональные слияния – слияния компаний, находящихся в разных странах (transnational merger), приобретение компаний в других странах (cross-border acquisition)



В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ОТНОШЕНИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКОГО ПЕРСОНАЛА КОМПАНИЙ К СДЕЛКЕ ПО СЛИЯНИЮ ИЛИ ПОГЛОЩЕНИЮ КОМПАНИИ

- дружественные слияния – слияния, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой (целевой, выбранной для покупки) компаний поддерживают данную сделку
- враждебные слияния – слияния и поглощения, при которых руководящий состав целевой компании (компании-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий. В этом случае приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против целевой компании с целью ее поглощения



В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СПОСОБА ОБЪЕДИНЕНИЯ ПОТЕНЦИАЛА

- корпоративные альянсы – это объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно. Компании для этих целей могут создавать совместные структуры, например, совместные предприятия
- корпорации – этот тип слияния имеет место тогда, когда объединяются все активы вовлекаемых в сделку фирм



В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ТОГО, КАКОЙ ПОТЕНЦИАЛ В ХОДЕ СЛИЯНИЯ ОБЪЕДИНЯЕТСЯ

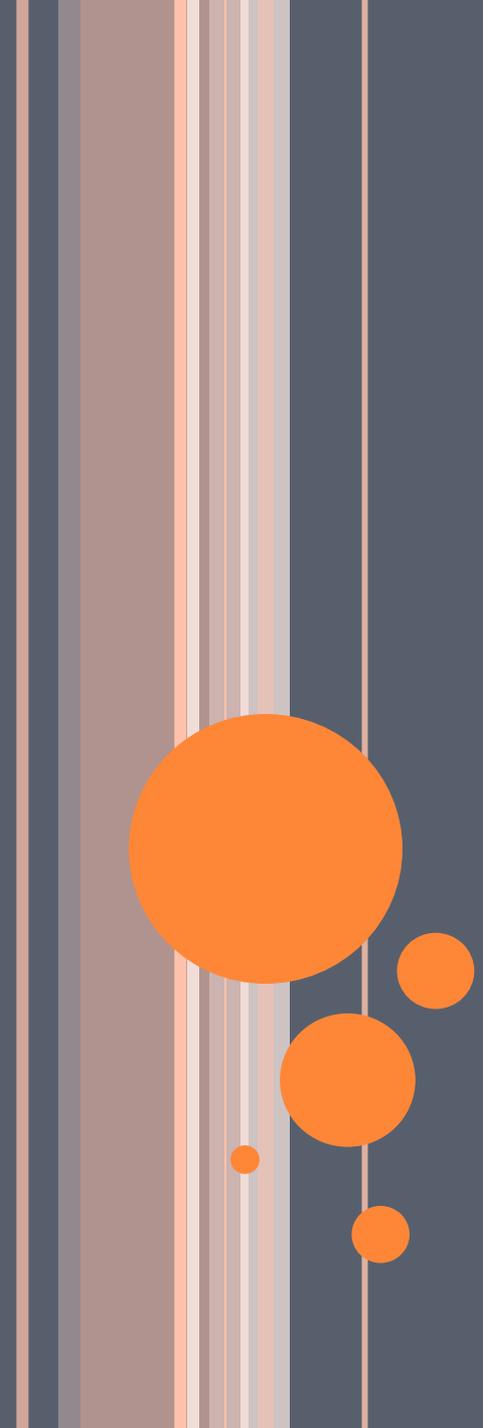
- производственные слияния – это слияния, при которых объединяются производственные мощности двух или нескольких компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности
- чисто финансовые слияния – это слияния, при которых объединившиеся компании не действуют как единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инновационных проектов



В ЗАРУБЕЖНОЙ ПРАКТИКЕ МОЖНО ВЫДЕЛИТЬ ТАКЖЕ СЛЕДУЮЩИЕ ВИДЫ СЛИЯНИЙ КОМПАНИЙ

- слияние компаний, функционально связанных по линии производства или сбыта продукции (product extension merger)
- слияние, в результате которого возникает новое юридическое лицо (statutory merger)
- полное поглощение (full acquisition) или частичное поглощение (partial acquisition)
- прямое слияние (outright merger)
- слияние компаний, сопровождающееся обменом акцией между участниками (stock-swap merger)
- поглощение компании с присоединением активов по полной стоимости (purchase acquisition)





3. ОСНОВНЫЕ МОТИВЫ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЙ

1. ПОЛУЧЕНИЕ СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА

- Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, т.е. взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний.



СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ В ДАННОМ СЛУЧАЕ МОЖЕТ ВОЗНИКНУТЬ БЛАГОДАРЯ

- экономии, обусловленной масштабами деятельности;
- комбинирования взаимодополняющих ресурсов
- финансовой экономии за счет снижения транзакционных издержек
- возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии)
- взаимодополняемости в области НИОКР



ЭКОНОМИЯ, ОБУСЛОВЛЕННАЯ МАСШТАБАМИ

достигается тогда, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере увеличения объема производства продукции.

- Один из источников такой экономии заключается в распределении постоянных издержек на большее число единиц выпускаемой продукции.
- Слияния и поглощения компаний могут порой обеспечивать экономию, полученную за счет централизации маркетинга



Слияния с целью получить взаимодополняющие ресурсы

характерны как для крупных фирм, так и для малых предприятий

- Зачастую объектом поглощения со стороны крупных компаний становятся малые предприятия, так как они способны обеспечивать недостающие компоненты для их успешного функционирования



МОТИВ МОНОПОЛИИ

- Слияние в данном случае дает возможность компаниям обуздать ценовую конкуренцию: цены из-за конкуренции могут быть снижены настолько, что каждый из производителей получает минимальную прибыль
- Иногда конкуренты могут быть приобретены и затем закрыты



2. ПОВЫШЕНИЕ КАЧЕСТВА УПРАВЛЕНИЯ

- Слияния и поглощения компаний могут ставить своей целью достижение дифференцированной эффективности, означающей, что управление активами одной из фирм было неэффективным, а после слияния активы корпорации станут более эффективно управляемыми.



3. НАЛОГОВЫЕ МОТИВЫ

- Действующее налоговое законодательство стимулирует порой слияния и поглощения, результатами которых являются снижение налогов или получение налоговых льгот
- У компании может иметься потенциальная возможность экономить на налоговых платежах в бюджет благодаря налоговым льготам, но уровень ее прибылей недостаточен, чтобы реально воспользоваться этим преимуществом



4. ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПРОИЗВОДСТВА

- Возможность использования избыточных ресурсов. Очень часто причиной слияний и поглощений является диверсификация в другие виды бизнеса. Диверсификация помогает стабилизировать поток доходов, что выгодно и работникам данной компании, и поставщикам, и потребителям (через расширение ассортимента товаров и услуг).



5. ПОЯВЛЕНИЕ У КОМПАНИИ ВРЕМЕННО СВОБОДНЫХ РЕСУРСОВ

- Компания создает крупные потоки денежных средств, но располагает незначительным выбором привлекательных инвестиционных возможностей
- Поэтому часто подобные компании используют образовавшиеся излишки денежных средств для проведения слияний
- В противном случае они сами могут стать объектом поглощения другими фирмами, которые найдут применение избыточным денежным средствам



6. РАЗНИЦА В РЫНОЧНОЙ ЦЕНЕ КОМПАНИИ И СТОИМОСТИ ЕЕ ЗАМЕЩЕНИЯ

- Зачастую проще купить действующее предприятие, чем строить новое
- Это целесообразно тогда, когда рыночная оценка имущественного комплекса целевой компании (компании-мишени) значительно меньше стоимости замены ее активов
- Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения возникает из-за несовпадения рыночной и балансовой стоимости приобретаемой фирмы.



7. РАЗНИЦА МЕЖДУ ЛИКВИДАЦИОННОЙ И ТЕКУЩЕЙ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ

- Нередко ликвидационная стоимость компании выше ее текущей рыночной стоимости
- В этом случае фирма, даже при условии приобретения ее по цене несколько выше текущей рыночной стоимости, в дальнейшем может быть продана “вразброс”, по частям, с получением продавцом значительного дохода (если активы фирмы могут быть использованы более эффективно при их продаже по частям другим компаниям, имеет место подобие синергии и синергетического эффекта).



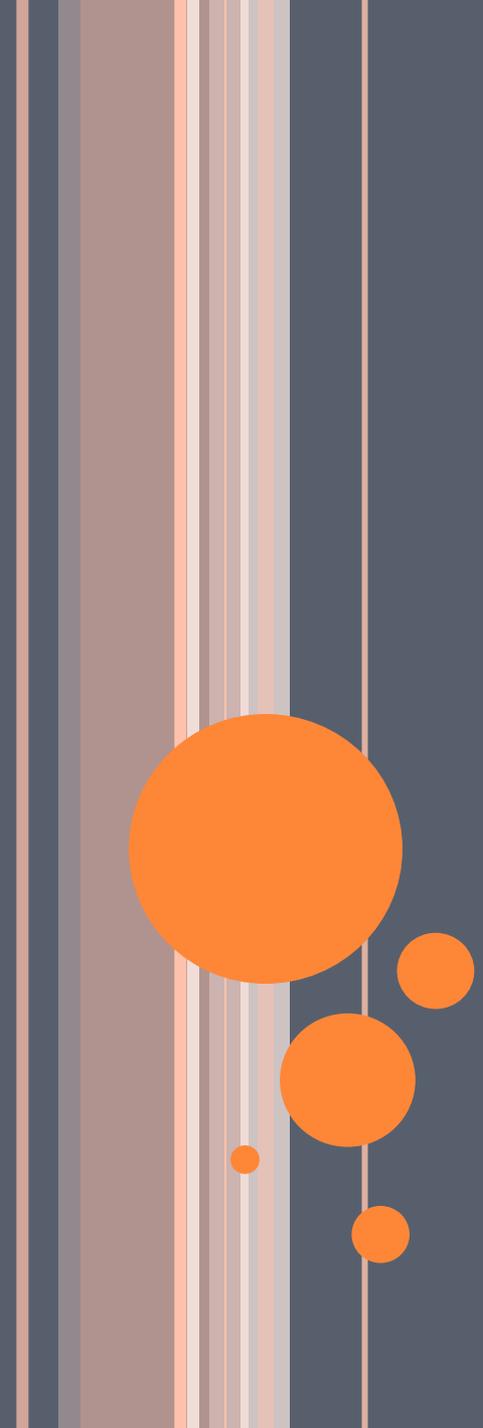
8. ЛИЧНЫЕ МОТИВЫ МЕНЕДЖЕРОВ

- Стремление увеличить политический вес руководства компании



9. ПРОТИВОСТОЯНИЕ ЭКСПАНСИИ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК БОЛЕЕ МОЩНЫХ ЗАПАДНЫХ КОНКУРЕНТОВ





4. МЕХАНИЗМ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ

Для того, чтобы слияние или поглощение прошло успешно, необходимо

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



ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ФОРМЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ

- объединение двух или нескольких компаний, которое предполагает, что одна из участниц сделки принимает на свой баланс все активы и все обязательства другой компании. Необходимо добиться одобрения сделки не менее, чем 50% акционеров компаний, которые участвуют в сделке (уставы корпораций и законы иногда устанавливают более высокую долю голосов, необходимых для одобрения сделки)
- объединение двух или нескольких компаний, которое предполагает, что создается новое юридическое лицо, которое принимает на свой баланс все активы и все обязательства объединяемых компаний. Для применения такой формы необходимо добиться одобрения сделки не менее, чем 50% акционеров объединяемых компаний



ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ФОРМЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ

- покупка акций компании либо с оплатой в денежной форме, либо в обмен на акции или иные ценные бумаги поглощающей компании. В этом случае инициатор сделки может вести переговоры с акционерами интересующей его компании на индивидуальной основе. Одобрение и поддержка сделки менеджерами поглощаемой компании в этом случае не обязательны
- покупка некоторых или всех активов компании. Необходима передача прав собственности на активы, и деньги должны быть выплачены самой компании как хозяйственной единице, а не непосредственно ее акционерам



СДЕЛКИ ПО СЛИЯНИЮ И ПОГЛОЩЕНИЮ КОМПАНИЙ МОГУТ БЫТЬ ОСУЩЕСТВЛЕНЫ СЛЕДУЮЩИМ ОБРАЗОМ

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



ПРИ ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЯ ИЛИ ПОГЛОЩЕНИЯ НЕОБХОДИМО УЧИТЫВАТЬ

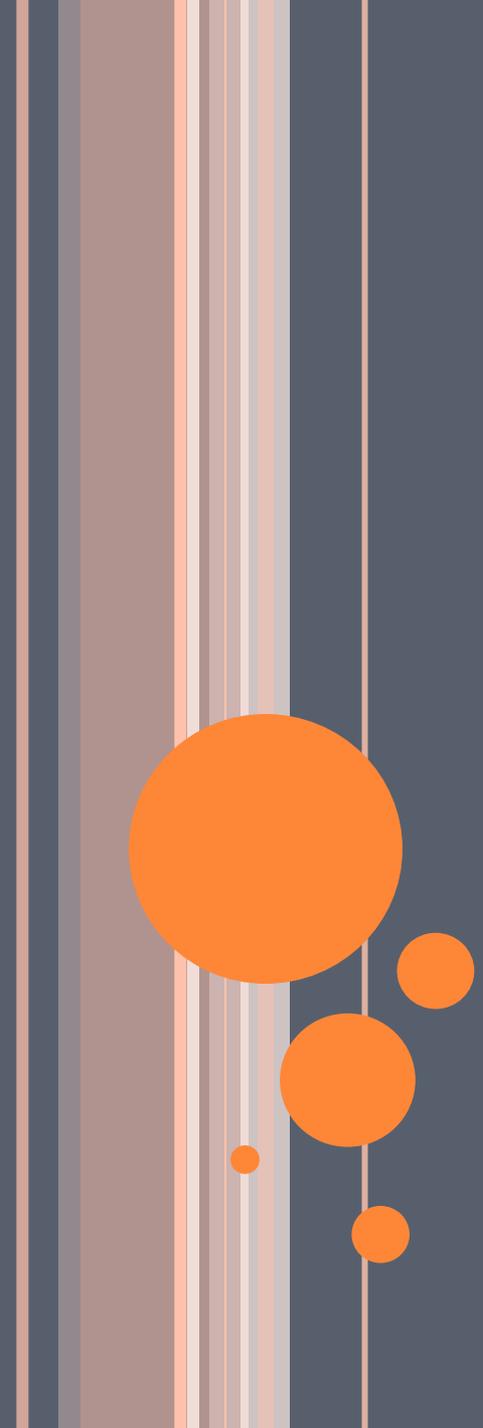
- необходимость определения экономических выгод и издержек, расчета синергетического эффекта от слияния и поглощения компаний
- необходимость выявления как мотивов слияния, так и того, кто из участников вероятнее всего извлечет из него прибыли, а кто понесет убытки
- возникновение при слияниях и поглощениях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



ПРИЧИНЫ НЕУДАЧИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

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



A decorative vertical bar on the left side of the slide, featuring a gradient from dark blue to light blue and several orange circles of varying sizes. The largest circle is at the top, with smaller ones below it, some overlapping the vertical bar.

5. МЕТОДЫ ЗАЩИТЫ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ

ВРАЖДЕБНЫЕ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

это слияния, при которых руководящий состав целевой компании (компании-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мер

- В этом случае компания, которая хотела бы приобрести заинтересовавшую ее фирму, в обход менеджеров обращается непосредственно к акционерам целевой фирмы



СПОСОБЫ ВРАЖДЕБНОГО ПОГЛОЩЕНИЯ КОМПАНИИ С ПРИВЛЕЧЕНИЕМ ЕЕ АКЦИОНЕРОВ

- прямое предложение о покупке контрольного пакета или иначе тендерное предложение акционерам компании-мишени
- получение права голосования чужими акциями, т.е. голосование по доверенности. В этом случае пытаются найти поддержку среди определенной части акционеров целевой компании на очередном ежегодном акционерном собрании



МЕНЕДЖЕРЫ КОМПАНИЙ, СОПРОТИВЛЯЯСЬ ПРЕДПОЛАГАЕМОМУ ПОГЛОЩЕНИЮ, МОГУТ ПРЕСЛЕДОВАТЬ ДВЕ ЦЕЛИ

- предотвратить поглощение в принципе. Это происходит, когда менеджеры боятся, что в новой компании им не удастся сохранить свое должностное положение или даже работу
- заставить покупателя заплатить высокую цену за поглощение компании



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ДО ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Внесение изменений в устав корпорации (“противоакульи” поправки к уставу)	<p><i>Ротация совета директоров:</i> совет делится на несколько частей. Каждый год избирается только одна часть совета. Требуется большее количество голосов для избрания того или иного директора.</p> <p><i>Сверхбольшинство:</i> утверждение сделки слияния сверхбольшинством акционеров. Вместо обычного большинства требуется более высокая доля голосов, не менее $2/3$, а обычно 80%.</p> <p><i>Справедливая цена:</i> ограничивает слияния акционерами, владеющими более, чем определенной долей акций в обращении, если не платится справедливая цена (определяемая формулой или соответствующей процедурой оценки).</p>



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ДО ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Изменение места регистрации корпорации	Учитывая разницу в законодательстве отдельных регионов, выбирается то место для регистрации, в котором можно проще провести противозахватные поправки в устав и облегчить себе судебную защиту.



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ДО ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
“Ядовитая пилюля”	<p>Эти меры применяются компанией для уменьшения своей привлекательности для потенциального “захватчика”. Например, для существующих акционеров выпускаются права, которые в случае покупки значительной доли акций захватчиком могут быть использованы для приобретения обыкновенных акций компании по низкой цене, обычно по половине рыночной цены. В случае слияния права могут быть использованы для приобретения акций покупающей компании.</p>



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ДО ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Выпуск акций с более высокими правами голоса	Распространение обыкновенных акций нового класса с более высокими правами голоса. Позволяет менеджерам компании-мишени получить большинство голосов без владения большей долей акций.



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ДО ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Выкуп использованием заемных средств	с Покупка компании или ее подразделения группой частных инвесторов с привлечением высокой доли заемных средств. Акции компании, которую выкупают таким способом, больше не продаются свободно на фондовом рынке. Если при выкупе компании эту группу возглавляют ее менеджеры, то такую сделку называют <i>выкуп компании менеджерами</i> .



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Защита Пэкмена	Контрнападение на акции захватчика.
Тяжба	Возбуждается судебное разбирательство против захватчика за нарушение антимонопольного законодательства или законодательства о ценных бумагах.
Слияние с “белым рыцарем”	В качестве последней попытки защититься от поглощения можно использовать вариант объединения с “дружественной компанией”, которую обычно называют “белым рыцарем”.



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
“Зеленая броня”	Некоторые компании делают группе инвесторов, угрожающей им захватом, предложение об обратном выкупе с премией, т.е. предложение о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную, и, как правило, превышающей цену, которую уплатила за эти акции данная группа.



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Заключение контрактов на управление	Компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление, в которых предусматривается высокое вознаграждение за работу руководства. Это служит эффективным средством увеличения цены поглощаемой компании, т.к. стоимость “золотых парашютов” в этом случае существенно возрастет.



ОСНОВНЫЕ ПРИЕМЫ ЗАЩИТЫ КОМПАНИИ ОТ ПОГЛОЩЕНИЯ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ ОБ ЭТОЙ СДЕЛКЕ

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Реструктуризация активов	Покупка активов, которые не понравятся захватчику или которые создадут антимонопольные проблемы.
Реструктуризация обязательств	Выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров. Выкуп акций с премией у существующих акционеров.

