



# УПРАВЛЕНИЕ ИНТЕГРАЦИОННЫМИ ТРАНСФОРМАЦИЯМИ В ПРОМЫШЛЕННОСТИ

## Тема 6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности

Лектор: д.э.н., профессор Морозова Вера Данииловна

[morozovaspb@yandex.ru](mailto:morozovaspb@yandex.ru)

8 (921) 9064848

Кафедра экономики и управления предприятиями и производственными  
комплексами

Канал Грибоедова, ауд. 2074

## *6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности*

### *Финансирование интеграционных трансформаций*

хозяйственных образований – инвестиционный процесс, на который воздействуют многие мега-, макро-, мезо-, микро- и нано-экономические факторы – от фазы глобального экономического цикла до позиций менеджеров, акционеров и внешних инвесторов в системе корпоративного контроля.

*Под корпоративным контролем* предлагается понимать возможность субъектов корпоративных правоотношений непосредственно либо опосредованно определять, формулировать, принимать решения, связанные с тактикой и стратегией деятельности акционерного общества, или влиять на их принятие.

## *6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности*

В теории и практике организации финансирования интеграции хозяйственных образований наиболее актуальны и недостаточно разработаны три проблемы:

- ✓ Выбор источников финансирования
- ✓ Формы оплаты (инструменты)
- ✓ Участники процесса (агенты).

Факторы, оказывающие влияние на выбор способа внешнего финансирования:

- Структура собственности
- Уровень развития и структура финансовой системы государства – ее двух важнейших сегментов: фондового и кредитного.

*Одним из этапов финансового управления сделкой М&А является выбор схемы финансирования.*

Корпоративное законодательство предусматривает следующие схемы финансирования сделок М&А:

- ✓ Денежная форма
- ✓ Обмен акциями между участниками сделки
- ✓ Оплата ценными бумагами, выпущенными компанией-покупателем
- ✓ Покупка контрольного пакета акций компании-цели
- ✓ Обмен акций участников сделки на акции объединенной компании.

В мировой практике выделяются две модели финансирования M&A:

- (1) Американо-английская – преобладает финансирование за счет эмиссии акций (50-70%), облигаций и других ценных бумаг;
- (2) Германо-японская – за счет банковских кредитов.

Особое значение имеет выкуп долговым финансированием (leverage buy-out, LBO) – финансовый инструмент рынка корпоративного контроля, выкуп контрольного пакета акций компании с использованием заемных средств.

При выборе внешнего источника финансирования оцениваются:

- 1) Его доступность
- 2) Его цена
- 3) Качество источника, то есть влияние объема привлекаемых ресурсов на структуру капитала компании и ее финансовую независимость
- 4) Угроза враждебного поглощения с использованием схемы акционерного и кредитного финансирования.

## 6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности

В мировой практике наибольшее распространение получили *два метода оплаты слияний - денежными средствами и обыкновенными акциями.*

Менее популярна оплата долговыми инструментами, привилегированными акциями, производными ценными бумагами или комбинацией вышеуказанных инструментов.

*Финансирование акциями придает слияниям характер самоусиливающегося процесса:* проведение крупных сделок стимулирует компании к укрупнению посредством слияний/поглощений в целях защиты от враждебного поглощения и увеличения своей рыночной капитализации.

## *6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности*

- Покупатель, считающий, что активы компании-цели переоценены рынком, стремиться оплатить сделку акциями.
- В случае, когда акции компании-цели не прошли листинг, что вызывает у покупателя неуверенность в их цене, применяется оплата сделки денежными средствами.
- В структуре источников финансирования нефинансовых корпораций преобладают внешние источники.
- В структуре внешних источников финансирования – преобладают займы (около 70%), большинство из них – краткосрочные (не более 1-го года).
- Финансирование путем эмиссии облигаций получает распространение, когда ужесточаются условия кредитования.

Примером использования ценных бумаг в качестве формы финансирования стало поглощение ряда нефтехимических предприятий АК «Сибур».

ОАО "Сибирско-Уральская нефтегазохимическая компания" (АК "Сибур") было создано на основании постановлений Правительства РФ N 214 от 07.03.1995 и N 865 от 01.09.1995.

В соответствии с этими постановлениями в уставный капитал АК «Сибур» были переданы государственные пакеты акций:

- ✓ ОАО "Сибнефтегазпереработка",
- ✓ ОАО "Пермский газоперерабатывающий завод",
- ✓ ОАО "Сорбент" и ОАО "НИПИгазпереработка".

В российской практике примеры финансирования M&A исключительно посредством обыкновенных акций встречаются редко, данная форма часто применяется крупными компаниями для завершения поглощения более мелких фирм.

Например, в процессе "перехода на одну акцию" ряд нефтяных компаний задействовали именно механизм обмена своих акций на акции дочерних компаний с целью максимизации своей доли в них.



## *6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности*

Особое значение имеет *выкуп контрольного пакета акций с использованием заемных средств (LBO - leveraged buy-outs)*.

Суть LBO состоит в приобретении контрольного пакета акций компании с привлечением заемных средств. Причем обычно об LBO говорят, когда целевая компания значительно превосходит компанию-покупателя.

В России примеры LBO пока единичны.

Классическим LBO, финансирования под залог имущества приобретаемого актива практически на 100% на кредиты банка, являются выкуп "Евроцемент групп" цементного бизнеса "Интэко" на кредит Сбербанка.

**Пример:**

- ✓ покупка Челябинским трубопрокатным заводом (ЧТПЗ) Первоуральского новотрубного завода на кредит ЕБРР - Standard Bank,
- ✓ а также поглощение Ленинградского комбината хлебопродуктов Петербургским мельничным комбинатом, организатором финансирования которого выступил "КИТ Финанс".

*Кандидат на выкуп долговым финансированием должен иметь:*

- ✓ четко прогнозируемые потоки денежных средств от операций
- ✓ и достаточный объем активов для обслуживания процентных платежей и покрытия основной суммы долга.

Таким образом, кредитор оценивает бизнес целиком, а это предполагает не только финансовый анализ деятельности компании за последние несколько лет, но и знание рынка и перспектив его развития.

Отмечаются также и *случаи финансирования российскими компаниями сделок по слияниям и поглощениям путем размещения облигаций.*

Так, в 2002 г. оба ведущих оператора сотовой связи - компании МТС и "ВымпелКом" - разместили евробонды для финансирования своей экспансии в регионы.

Доля финансирования путем выпуска акций у крупных корпораций меньше (почти в 2 раза), чем у молодых средних компаний.

Крупные компании реже прибегают к публичному предложению своих акций.

В России в связи отставанием национального фондового рынка внешние источники финансирования представлены в основном:

- банковскими кредитами
- и бюджетными ассигнованиями.

Доля эмиссионных источников финансирования ничтожно мала (в лучший 2005г.) не превысила 3,4% в совокупном объеме инвестиций российских компаний.

## *6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности*

Финансирование сделок собственными средствами характерно только для крупных компаний, присоединяющих малую или среднюю фирмы. Если компания имеет достаточный операционный денежный поток, ей нет смысла привлекать дорогие заемные ресурсы.

### **Пример:**

ТНК «Heineken» в 2005г. приобрела за счет собственных средств 100% пакет акций комбината им. С. Разина.

Это позволило ей занять 1-е место в Петербурге и 2-е в Северо-Западном регионе в сегменте производства пива, увеличив свою долю рынка с 14 до 32%.

## *6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности*

Для средних по размеру российских компаний важным источником финансирования консолидации становятся коммерческие кредиты банков под залог основных фондов и ликвидных товаров, а также выпуск облигаций.

Однако выпуск облигаций, как источник финансирования M&A ограничен:

- высокой затратностью эмиссии долговых ценных бумаг
- необходимостью регистрации проспекта эмиссии и привлечением финансовых посредников
- требованиями раскрытия финансовой информации

## *6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности*

Анализ финансирования M&A на российском рынке позволил выявить серьезные проблемы:

- 1) Мотивом консолидации часто служит не инновационное развитие, а приобретение недооцененных, в том числе непрофильных активов с целью их последующей перепродажи и роста виртуальной рыночной капитализации
- 2) Избранная стратегия консолидации далеко не всегда обеспечивает получение реального синергетического эффекта и эффективное управление им
- 3) Фондовый рынок и долгосрочные инвестиционные кредиты еще не играют должной роли среди источников финансирования интеграции хозяйственных образований.

## 6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности

В отличие от прошлых лет в настоящее время СиП осуществляются по очень высоким ценам.

Планируя сделку, далеко не многие менеджеры осознают всю сложность и опасность данного процесса.

Следуя принципу "сделку надо осуществить, во что бы то ни стало", они готовы переплатить за приобретение компании - цели, зачастую прибегая к заемным средствам, взятым под очень высокий процент.

Многие компании пользуются услугами брокеров, маклеров и посредников:

*брокеры* - представляют продавцов и, как доверенные лица, должны делать все, чтобы получить максимальную цену за компанию,

*маклеры* осуществляют саму сделку, а не какую-либо из сторон,

*посредники* (банкиры, юристы, консультанты, аудиторы и т.д.) осуществляют переговоры, договариваются об условиях сделки, участвуют в определении цены приобретения.



## 6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности

Вознаграждение зависит от характера сделки.

Вознаграждение по враждебным поглощениям (продолжающимся годы) значительно превышает вознаграждения по дружественным сделкам, особенно, если они оканчиваются успехом.

Размер вознаграждения нередко зависит от окончательной цены сделки.

Насколько часто компания может осуществлять слияния и поглощения?

Определенного ответа на этот вопрос не существует.

Некоторые компании не осуществляют эти сделки.

Другие – наоборот, предпочитают данные сделки в качестве инструмента своего развития, осуществляя несколько десятков и даже сотен слияний и поглощений.

Всегда ли при слиянии «правопреемницей» становится более крупная компания? Практика показывает, что это далеко не так.

По налоговым или иным причинам крупная компания может влиться в малую, которая и становится «правопреемницей».

## 6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности

*Особенностью финансирования сделок по слияниям и поглощениям в России* является наличие дополнительных обязательств, которые вынуждена принимать на себя поглощаемая компания или компания-инвестор, например:

- ✓ выплата кредиторской задолженности,
- ✓ реализация широкомасштабной инвестиционной программы и т. д.

Это обусловлено в первую очередь тем, что характерным видом сделок по слияниям и поглощениям можно назвать участие в денежных аукционах и инвестиционных конкурсах.

## 6. Финансовые аспекты интеграционных трансформаций в промышленности

*В заключение выделим следующие критерии, влияющие на выбор инструмента финансирования при структурировании сделки M&A в России:*

- ✓ наличие избыточных денежных средств (предпочтительность финансирования денежными средствами);
- ✓ масштаб сделки (крупные сделки проще финансировать акциями);
- ✓ величина премии, выплачиваемой акционерам приобретаемой компании (чем больше премия, тем предпочтительнее метод объединения интересов);
- ✓ разводнение прибыли (уменьшение величины прибыли на акцию); и др.

*Вопрос финансирования сделок M&A с точки зрения государственного регулирования предполагает учет нескольких направлений:*

- ✓ соответствие промышленной политике и общей стратегии трансформации в рамках соответствующих секторов и отраслей;
- ✓ поддержание активного функционирования конкурентных механизмов в экономике;
- ✓ обеспечение прозрачности операций на рынке корпоративного контроля;
- ✓ защита прав акционеров (в том числе миноритарных);
- ✓ регулирование социальных конфликтов, порождаемых слияниями и поглощениями.

*СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!*