

Финансы публичных компаний

**Финансовые аспекты корпоративных
реорганизаций**

Галимова Мария Сергеевна



Содержание

1. Типы и мотивы корпоративных реорганизаций.
2. Механизмы корпоративных реорганизаций.
3. Оценка финансовой результативности корпоративных реорганизаций.
4. Проблемы оценки активов при корпоративных реорганизациях.

Специфические проблемы реорганизаций

- ❖ Преимущества поглощения зависят от того, насколько этот процесс соответствует стратегическим целям компании.
- ❖ При поглощении необходимо учитывать налоговые, юридические и учетные аспекты.
- ❖ Поглощения есть инструмент контроля для акционеров за менеджментом и выступают в качестве инструмента смены руководства компании.
- ❖ Слияния и поглощения могут быть враждебными, соответственно существует ряд защитных тактик: «зеленая почта», «ядовитые пилюли», «белые рыцари» и т.д.

Терминология корпоративных реорганизаций

Слияние

Полное поглощение одной компании другой. Поглощающая компания сохраняет свое название и индивидуальность, а поглощаемая перестает существовать как самостоятельное юридическое лицо.

Консолидация

Создание новой компании из двух консолидируемых бизнесов. Поглощаемая и поглощающая компании перестают существовать самостоятельно.

Преимущества и недостатки слияния

- + Процедура проста в юридическом аспекте.
- + Не требуется больших финансовых затрат.
- + Дружелюбная форма реорганизации, когда компании сами приходят к соглашению.
- Необходимо одобрение акционеров обеих компаний.
- Долгосрочная процедура.
- Непросто заручиться поддержкой руководства объекта поглощения.

Типы корпоративных реорганизаций

1 Горизонтальные слияния

2 Вертикальные слияния

3 Конгломератные слияния

Типы реорганизаций

- ❖ Горизонтальные слияния - объединение двух фирм, принадлежащих к одному бизнесу или одной отрасли. Основная цель – экономия от увеличения масштаба деятельности.
- ❖ Вертикальные слияния – объединяются компании, относящиеся к разным стадиям производственного процесса: покупатель распространяет свою деятельность по цепочке производственных связей либо назад – к источникам сырья, либо вперед – к конечному потребителю. Основная цель – экономия за счет контроля всей производственной цепочки (административные расходы и координация действий).
- ❖ Конгломератные слияния – объединение компаний из несмежных отраслей. Основная цель – снижение операционных рисков, доступ на новые рынки, взаимодополняющие ресурсы.

Сомнительные преимущества слияний

- ❖ Диверсификация. Ее проще осуществить отдельному акционеру, нежели целой компании. Сама по себе диверсификация не ведет к увеличению рыночной стоимости фирмы.
- ❖ Рост прибыли на акцию при отсутствии подлинных экономических выгод.
- ❖ Снижение затрат на финансирование, за исключением экономии на эмиссионных расходах.

Мотивы корпоративных реорганизаций

- ❖ Эффект синергии
- ❖ Диверсификация
- ❖ Увеличение дохода или доходности за счет:
 - Улучшения маркетинга
 - Стратегических улучшений
 - Усиления рыночных позиций
- ❖ Снижение расходов за счет:
 - Экономия на масштабе
 - Экономия от вертикальной интеграции
 - Дополнительные ресурсы
- ❖ Снижение налогов за счет:
 - Использования налоговых убытков
 - Использование невостребованных кредитных ресурсов
 - Возможности амортизации
- ❖ Снижение капитальных затрат

Механизм корпоративных реорганизации

1 Поглощение путем приобретения контрольного пакета акций

2 Поглощение путем приобретения активов

Поглощение контрольного пакета

Частное предложение руководства одной компании менеджерам другой

Публичное предложение акционерам поглощаемой компании о выкупе акций

1. Не требуется созыв общего собрания акционеров и одобрение сделки большинством голосов.
2. Поглощающая компания может напрямую обращаться к акционерам поглощаемой в обход менеджмента компании.
3. Противодействие руководства поглощаемой компании может сделать процедуру более дорогостоящей по сравнению со слиянием.
4. Поглощаются не только активы компании, но и ее обязательства.
5. Если значительное меньшинство акционеров не хочет продавать свои акции процедура может стать более дорогостоящей.
6. Полное поглощение одной компанией другой возможно только при слиянии, поэтому часто выкуп контрольного пакета акций заканчивается слиянием.

Поглощение путем приобретения активов

1. Поглощение путем покупки большей части активов компании.
2. Поглощаемая компания не обязательно должна прекращать свое существование как юридическое лицо, оболочка будет существовать до тех пор, пока акционеры не решат ее разрушить.
3. Требуется формального согласия акционеров поглощаемой компании, зачастую решается на уровне совета директоров.
4. Нет проблемы с меньшинством акционеров, которые не желают продавать свои акции.
5. Юридический перевод права собственности может существенно затянуть процесс и потребовать больших затрат.

Вопросы оценки поглощаемой фирмы

При разработке планов слияний существенную роль играет оценка стоимости фирмы. Именно на основе имеющихся оценок назначается цена, предлагаемая владельцам поглощаемой фирмы.

- ❖ Прогноз денежных потоков поглощаемой фирмы, чтобы оценить ожидаемый приростный денежный поток от слияния.
- ❖ Оценка ставки дисконтирования, которая должна отразить рисковость денежного потока поглощаемой фирмы.

Формы платежей при поглощении:

- ✓ Денежные средства;
- ✓ Акции приобретающей фирмы;
- ✓ Облигации приобретающей фирмы

Оценка эффективности реорганизаций

Если чистая дисконтированная стоимость прироста денежных потоков поглощающей фирмы больше предусматриваемых выплат акционерам целевой компании, слияние можно признать экономически обоснованным.

Компания А поглощает компанию В.

По компании А известно, что ее стоимость составляет 100 млн. \$

По компании В известно, что ее стоимость составляет 50 млн. \$

Компания АВ получает экономию на издержках, приведенная стоимость которой составляет 25 млн. \$

Цена сделки составляет 65 млн.\$

$$\text{Выгоды от слияния} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$$

$$PV_{AB} = \text{Выгоды} + (PV_A + PV_B) = 25 + 100 + 50 = 175 \text{ млн. \$}$$

$$\text{Издержки слияния} = \text{Цена В} - PV_B = 65 - 50 = 15 \text{ млн. \$}$$

$$\text{NPV слияния} = \text{Выгоды} - \text{Издержки} = 25 - 15 = 10 \text{ млн. \$}$$

Проблемы оценки активов при корпоративных реорганизациях

- ❖ Учетная стоимость чистых активов в большинстве случаев оказывается малопригодной.
- ❖ При использовании показателя EPS как варианта определения справедливой цены на акции поглощаемой компании не учитываются синергетические эффекты, а также предполагается, что доходы обеих фирм имеют одинаковый уровень риска.
- ❖ Рыночные котировки могут не отражать реальный потенциал увеличения рыночной стоимости объединенной компании. Кроме того, акции компаний, участвующих в слиянии, могут обращаться на разных сегментах рынка.
- ❖ Трудность оценки синергетического эффекта.
- ❖ Сложность определения ставки дисконтирования, учитывающей риск будущей компании.

Методы защиты от враждебных поглощений

- ❖ Защитные оговорки в корпоративном Уставе компании.
- ❖ «Зеленая почта» - целенаправленный выкуп компанией собственных акций с премией с целью снизить риск нежелательного поглощения.
- ❖ Ограниченные тендеры, когда определенное количество акций компании выставляется на продажу в обход некоторых акционеров, то есть происходит передача пакета акций «безопасному акционеру».
- ❖ «Ядовитые пилюли» - финансовые инструменты, которые делают поглощение компании невозможным без согласия ее руководства, если только покупатель е хочет совершить финансовое самоубийство.
- ❖ Увод компании с рынка капиталов, путем скупки большинства акций несколькими инвесторами, как правило управляющими компанией.