

### 3.9. АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Лысенко Д.В., к.э.н., доцент кафедры учета, анализа и аудита экономического факультета

МГУ им. М.В. Ломоносова

(Окончание, начало в №4 за 2008 г.)

#### Финансовый due diligence

Одним из отличительных различий между дружественным и враждебным поглощением является степень доступа к детальной финансовой информации компании-цели. В случае враждебной сделки компания-цель обычно предоставляет покупателю только минимум информации, требуемой по закону. Это может означать, что покупателю придется проводить свой оценочный анализ, используя официально опубликованную информацию, в частности финансовые отчеты, раскрываемые в соответствии с требованиями Закона об АО и Закона о РСБ. Это ставит покупателя в невыгодное положение, особенно когда объектом предложения является компания, которая имеет много подразделений и может не раскрывать подробной информации о результатах их работы.

В ходе финансового due diligence анализируются.

- Финансовая отчетность за предыдущие три года:
  - определение учетной политики компании и соответствие ее национальным стандартам бухгалтерского учета и МСФО (если применимо);
  - экспертиза достоверности отражения хозяйственных операций предприятия в регистрах бухгалтерского учета и как результат – достоверность предоставленной финансовой отчетности.
- Долговые обязательства:
  - экспертиза кредитной истории компании: кредитодатели, цели кредитов, обслуживание кредитов, залоговое обеспечение кредитов;
  - экспертиза вексельной истории компании, в том числе товарный характер выданных векселей, наличие вексельных оговорок, сроки платежа по векселям;
  - экспертиза кредиторской задолженности (в том числе характер возникновения, сроки погашения и реструктуризация задолженности);
  - экспертиза обязательств (платежный календарь) по договорам финансового лизинга, заключенным предприятием в качестве лизингополучателя.
- Забалансовые обязательства и требования (на протяжении последних трех лет):
  - экспертиза обязательств компании как участника индоссаментного ряда по учтенным и проданным векселям;
  - экспертиза обязательств компании по выданным гарантиям, поручительствам (в том числе вексельным); экономическая обоснованность и легитимность выданных гарантий и поручительств;
  - экспертиза обязательств компании по гарантиям, поручительствам (в том числе и вексельным), выданным в пользу предприятия третьими лицами на протяжении последних трех лет.
- Долгосрочные финансовые вложения:
  - определение легитимности осуществления данных инвестиций;
  - определение рыночной стоимости данных инвестиций;
  - анализ объемов и структуры продаж;
  - анализ себестоимости продаж и ценовой политики предприятия;
  - анализ прибылей от операционной и внеоперационной деятельности;
  - источники обеспечения сырьем и материалами;

- определение обеспеченности предприятия оборотными активами с выработкой мер по ускорению их оборачиваемости;
- анализ постоянных расходов предприятия;
- расчет и анализ коэффициентов имущественного состояния предприятия, платежеспособности, ликвидности, деловой активности и рентабельности.

#### Распространенные способы искажения финансовой отчетности

Как правило, инвесторы, потенциальные партнеры и другие внешние пользователи отчетности в первую очередь обращают внимание на три основных показателя деятельности компании, раскрываемых в отчетности, – это размер выручки, чистая прибыль и совокупные активы компании.

#### Искажение информации о размере выручки и прибыли компании

##### Расчеты через подставные компании

Организация может осуществлять с контрагентом (вновь учрежденной или уже существующей подставной компанией) встречные операции по купле-продаже. При этом товары зачастую либо вообще не существуют, либо никогда не перемещались за пределы склада (рис. 8.2). В результате реальное движение денежных средств сопровождается фиктивными документами о перемещении товаров.

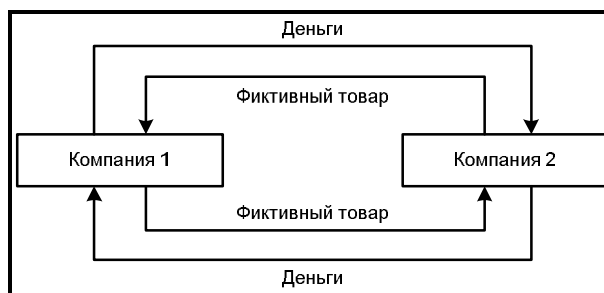


Рис. 8.2. Расчеты через подставные компании

Подобная схема была использована компанией BostonScientific Corporation: заключались договоры аренды дополнительных складов, куда перевозился товар, якобы реализованный покупателям. Через некоторое время фиктивные покупатели возвращали товар, получая взамен деньги. Товар перепродавался реальным покупателям. Таким образом выручка отражалась в то время, когда это было выгодно.

#### Досрочное признание выручки

В соответствии с принципом начисления выручка и расходы, связанные с ее получением, должны признаваться в одном и том же отчетном периоде. Однако компании нередко нарушают этот принцип: например, выручка признается в декабре, а расходы, связанные с ее получением, – в январе. Это позволяет зависеть размер прибыли. Так действовала компания по производству программного обеспечения Applix Incorporated.

#### Соккрытие расходов в бухгалтерском учете

Расходы не отражаются в бухгалтерском учете. Для того чтобы осуществить такую операцию, не выходя за рамки действующих бухгалтерских стандартов, компании стремятся отражать доходы в собственном бух-

галтерском учете, а часть расходов производить за счет подконтрольных им компаний.

### **Капитализация расходов**

Нередко компании прибегают к неправомерной капитализации расходов (относят их на стоимость внеоборотных активов), которые на самом деле связаны с получением выручки в отчетном периоде, что в итоге приводит к завышению прибыли. Например, капитализируются проценты по заемным средствам, привлеченным не для покупки основных средств, а для закрытия кассовых разрывов. Такой метод мошенничества применен компанией WorldCom, которой удалось завесить прибыль почти на 4 млрд. долл.

### **Продажа с условием**

Выручка от продажи товаров признается, несмотря на то, что договор содержит существенную неопределенность в отношении перехода прав собственности и получения выгод. Например, продажа товаров с правом обратного выкупа в течение определенного времени. Данные сделки классифицируют как денежную ссуду под залог товара.

### **Выполнение долгосрочных договоров**

При выполнении долгосрочных договоров (например, на капитальное строительство) выручка должна признаваться в течение длительного периода времени. Российское бухгалтерское законодательство (ПБУ 2/94 «Учет договоров (контрактов) на капитальное строительство», утверждено приказом Минфина РФ от 20 декабря 1994 г. №167), и международная практика бухгалтерского учета (МСФО 11 «Учет договоров на строительство», ГААП США «СО №5 Признание и оценка в финансовой отчетности компаний») устанавливают, что признание выручки по долгосрочным контрактам возможно либо по завершении контракта, либо с использованием метода поэтапного признания выручки. При поэтапном признании выручки необходимо определять процент завершенного объема работ, что требует экспертных оценок. Завышая процент выполненных работ, завышают и выручку текущего периода.

Примером использования такой схемы мошенничества могут быть действия компании Znet System Incorporated. Эта компания существенно завышала выручку за счет искажения процента завершенности проекта по созданию программного обеспечения.

### **Реализация товара посредникам**

Компании по производству табака, медицинских препаратов и косметики часто признают выручку в момент отгрузки товара посредникам (перепродавцам). Это допускается, поскольку компании-производители продают товар посредникам с дисконтом со сроком оплаты после реализации товара. Однако если будет невозможно реализовать товар, способность дебитора погасить задолженность можно подвергнуть сомнению. Подобную политику продаж проводила известная компания по производству контактных линз Vaush & Lomb, Incorporated.

Компании могут реализовать товар ненадлежащего качества через фирмы-посредники по полной стоимости. При этом посредник оплачивает по договору фактическую стоимость бракованного товара, остальная часть дебиторской задолженности списывается как нереальная. Так завышается выручка текущего года и занижается прибыль последующих периодов.

## **Искажение информации об активах и пассивах компании**

### **Запасы**

В соответствии с международной практикой материальные запасы оцениваются в бухгалтерском балансе по наименьшей из двух величин: стоимости приобретения или по справедливой стоимости. Если стоимость приобретения превышает чистую цену продажи, то компании относят разницу на расходы текущего периода. Если не делать этого, происходит завышение прибыли за отчетный период и валюты баланса.

### **Дебиторская задолженность**

Основной метод искажения дебиторской задолженности – включение в ее состав фиктивной задолженности и долгов, нереальных к взысканию. Заклучая договоры по продаже товаров с подставными лицами, компании признают выручку, однако реального перемещения товаров и денежных средств не происходит. Фиктивная дебиторская задолженность чаще всего признается ближе к концу отчетного периода, поскольку отражение непогашенной дебиторской задолженности в бухгалтерском балансе в течение более длительного времени может привести к необходимости списания дебиторской задолженности или созданию резерва по сомнительным долгам. Так, за счет манипуляций с величиной материальных запасов и дебиторской задолженности компания Symbol Technologies Incorporated завесила выручку на 230 млн. долл., а доналоговую прибыль – на 530 млн. долл.

### **Внеоборотные активы**

Для того чтобы завесить стоимость внеоборотных активов, компании либо учитывают активы документально при их фактическом отсутствии, либо заключают договоры по аренде активов на период проведения аудита, не раскрывая информации о том, что они арендованы и не принадлежат компании. Завышение стоимости активов приводит к увеличению валюты баланса и собственного капитала. Компания Qwest Communications International Incorporated учитывала на балансе фиктивные основные средства, включая суммы от их «продажи» в состав выручки от продаж, в связи с этим выручку удалось завесить на 3,8 млрд. долл.

### **Схемы с участием дочерних и зависимых компаний**

Манипулирование правилами консолидации финансовой отчетности позволяет достигать разных целей. За счет необоснованного увеличения цены собственных акций, реализуемых дочерней компании, можно завесить гудвил (который учитывается в составе активов). С целью отражения более высокой прибыли в консолидированной отчетности компании могут прибегать к схемам «двойных продаж»: сначала товар реализуется по завышенной цене дочерней компании, которая потом продает его конечному потребителю. Таким образом, за счет снижения объема прибыли, приходящегося на долю миноритарных акционеров, завышается консолидированная прибыль группы. На каждый рубль прибыли, полученной материнской компанией от дочерней, консолидированная прибыль увеличивается на величину, которую можно рассчитать по следующей формуле:

$$G = (1 - r) * (1 - p) * P,$$

где  $G$  – прибыль группы от операции, руб.;

$r$  – ставка налога на прибыль, %;

$p$  – доля собственности в дочерней компании, %;

$P$  – величина прибыли материнской компании от реализации товара дочерней компании.

Одним из признаков мошенничества в отчетности компании может быть внутреннее изменение структуры баланса по обязательствам. Например, в последние отчетные периоды кредиторская задолженность резко «замещается» кредитами и займами, тогда как уровень дебиторской задолженности сохраняется. В этом случае могут выводиться оборотные средства: длительное время у аффилированных структур намеренно создается кредиторская задолженность, а когда наступает срок платежа, для оплаты их долга привлекаются кредиты.

Пример схемы увеличения дебиторской задолженности. Обычные дебиторы «уходят», на их месте появляются аффилированные. Компания «приобретает» товар за реальные деньги у одних аффилированных компаний, затем «перепродает» его другим аффилированным, не получая денег. На пополнение оборотных средств берется банковский кредит, при этом формально объясняется, что, согласно условиям договора, покупатель пока не произвел оплату. Получив кредит, компания проводит ту же операцию. В итоге «своему» поставщику все оплачено, а компания-дебитор приближается к банкротству: «раздутую» дебиторскую задолженность погашать не предполагается. Дебитора ликвидируют или просто бросают.

### Мошенничество в примечаниях к финансовой отчетности

Например, если не раскрыть сведения о предоставленных гарантиях или других условиях обязательств, фактах мошенничества руководителей, акционеры и другие пользователи финансовой отчетности могут быть введены в заблуждение. Кстати, в последнем случае, опасаясь за репутацию компании, совет директоров нередко предпочитает уволить провинившегося руководителя, а не обновлять факты совершенного им мошенничества.

### Сделки со связанными сторонами

Сделки со связанными сторонами являются неотъемлемой частью бизнеса, однако зачастую их условия отличаются от рыночных. Если выручка от операций со связанными сторонами составляет существенную часть от общей выручки компании, то велика вероятность того, что интересам акционеров нанесен ущерб. В некоторых случаях отсутствие в примечаниях сведений о факте существования связанной стороны у компании, даже если никаких операций с ней не совершалось, может служить индикатором мошенничества. Например, две компании, работающие в одном секторе бизнеса, являются связанными сторонами. Их руководство неформально обменивается технологиями, списками покупателей или же вступает в сговор при установлении ценовой политики.

### Раскрытие информации об учетной политике

Изменения в учетной политике оказывают различное влияние на показатели финансовой отчетности. Пересмотр применяемого метода амортизации в отношении группы активов, скорее всего, не приведет к существенному изменению структуры бухгалтерского баланса. Однако в результате изменения метода оценки основных средств или запасов может значительно измениться и валюта баланса, и прибыль компании.

В приложении к финансовой отчетности фармацевтической компании Elan Corporation PLC сообщалось, что компания намеревается заработать 5 млрд. долл. в 2005 г. В результате ожидания инвесторов были необоснованны: раскрывая информацию об учетной политике, Elan Corporation не разъяснила, за счет чего собирается получить такие результаты. Кроме того, не была раскрыта информация об учетной политике в отношении выручки от продаж, хотя в ее состав были включены роялти и комиссионные сборы с ассоциированных компаний.

### Как выявить факты мошенничества в финансовой отчетности

Несмотря на многообразие схем искажения данных в финансовой отчетности, все они так или иначе нацелены на завышение выручки, прибыли и валюты баланса. Поэтому даже если использовать только общедоступную информацию, можно выявить признаки мошенничества в отчетности и составить собственное мнение о достоверности представленных в ней сведений.

### Признаки возможного мошенничества, риски появления искажений в отчетности

Система корпоративного управления и организационная структура компании.

Следует обращать внимание на частое изменение организационной структуры, децентрализованную систему управления, отсутствие службы внутреннего контроля (табл. 8.2).

- Кадровый состав и репутация руководства компании. Признаками возможного мошенничества могут быть частая смена топ-менеджеров компании, родственные или дружеские связи между ними, негативная деловая репутация руководителей компании.
- Бухгалтерские аномалии. Снижение доли выручки от продаж в совокупных доходах, остающихся стабильными, существенная величина непокрытого убытка, высокая дебиторская задолженность, большая прибыль при дефиците собственных средств.
- Взаимодействие с внешними аудиторами. Частая ротация внешних аудиторов, нахождение подразделений (филиалов) в труднодоступных для аудиторов регионах (например, на территории закрытых территориальных образований).
- Внутренний аудит. Подчинение этой службы комитету по аудиту или совету директоров позволит ей оставаться более независимой при выявлении фактов мошенничества в финансовой отчетности, чем при подчинении генеральному директору или другим представителям руководящего звена компании.
- Осведомители. Наличие «информаторов» – наиболее эффективный способ обнаружения мошенничества. По данным западной статистики, так раскрывается до 40% всех мошенничеств. Можно предположить, что по мере принятия кодексов корпоративной этики в российских компаниях такой способ обнаружения мошенничества станет более распространенным.

### Налоговый due diligence

Анализ налогового положения бизнеса.

Анализ налоговой отчетности за предыдущие три года:

- определение учетной политики компании и соответствие ее национальным стандартам бухгалтерского учета и МСФО (если применимо);
- экспертиза существующих налоговых обязательств предприятия;
- экспертиза достоверности отражения хозяйственных операций предприятия в регистрах бухгалтерского учета и как результат – достоверность предоставленной финансовой и налоговой отчетности;
- определение распространенного на активы предприятия налогового залога.

Таблица 8.2

## КАРТА НОРМАТИВНЫХ ОТКЛОНЕНИЙ ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ

Показатель	Формула расчета	Комментарии
Темп роста выручки	Выручка отчетного года / Выручка предшествующего года	Если темп снижения маржинального дохода больше единицы, то его доля в выручке от продаж сократилась. Соответственно снизилось «качество» выручки и, как следствие, ухудшились перспективы компании на рынке. При этом если выручка от продаж растет (темп роста выручки больше единицы), а доля маржинального дохода в выручке снижается, то налицо признаки мошенничества в финансовой отчетности
Темп снижения доли маржинального дохода в выручке	$[(B_0 - C_0) / B_0] / [(B_1 - C_1) / B_1]$ , где $B_1, B_0$ – объем выручки за отчетный и предыдущие годы; $C_1, C_0$ – себестоимость продаж за отчетный и предыдущие годы	
Темп роста качества активов	$[(A_1 - TA_1 - OC_1) / A_1] / [(A_0 - TA_0 - OC_0) / A_0]$ , где $A$ – совокупная величина активов на конец периода; $TA$ – величина оборотных (текущих) активов по состоянию на конец периода; $OC$ – остаточная стоимость основных средств на конец периода	Если темп роста качества активов превышает единицу, компания, вероятнее всего, увеличивает долю внеоборотных активов в совокупном объеме активов. Рост внеоборотных активов, не связанный с увеличением количества основных средств, может свидетельствовать о необоснованной капитализации расходов
Темп роста оборачиваемости дебиторской задолженности	$(DZ_1 / B_1 / 365 \text{ дн.}) / (DZ_0 / B_0 / 365 \text{ дн.})$ , где $DZ$ – дебиторская задолженность на конец отчетного периода; $B$ – выручка от продаж	В условиях стабильности или умеренного роста бизнеса этот показатель будет оставаться примерно на одном уровне. О мошенничестве может свидетельствовать ситуация, когда оборачиваемость дебиторской задолженности резко возрастает или снижается. В первом случае велика вероятность того, что осуществляются манипуляции с выручкой от продаж, во втором – нельзя исключить, что дебиторская задолженность искусственно завышается
Темп роста доли расходов в выручке от продаж	$(P_1 / B_1) / (P_0 / B_0)$ , где $P$ – себестоимость реализованной продукции, включая расходы на продажу за отчетный (предшествующий) период; $B$ – выручка от продаж	Темп роста доли расходов в выручке компании не должен существенно отличаться от темпов роста продаж. Если же темп роста доли расходов, приходящихся на выручку от продаж, существенно отклоняется от единицы, то искажается либо себестоимость реализованной продукции, либо выручка
Темп роста доли амортизационных отчислений	$(A_1 / PC_1) / (A_0 / PC_0)$ , где $A$ – сумма амортизационных отчислений за отчетный (предшествующий) период; $PC$ – первоначальная стоимость основных средств на конец отчетного (предшествующего) периода	Темп роста доли амортизационных отчислений в обычных условиях приблизительно равен единице. Следовательно, в случае резкого изменения данного показателя можно сделать вывод о вероятном мошенничестве в финансовой отчетности
Темп роста финансового рычага	$(KZ_1 / SK_1) / (KZ_0 / SK_0)$ , где $KZ$ – величина кредиторской задолженности на конец отчетного (предшествующего) периода; $SK$ – собственный капитал на конец отчетного (предшествующего) периода	Рыночная стоимость акций компании зависит от величины финансового рычага. С целью повышения рыночной стоимости акций руководство компании может искусственно занижать уровень финансового рычага, включая кредиторскую задолженность в состав прибыли. В таких случаях темпы роста финансового рычага будут существенно колебаться

Таблица 8.3

## ФРАГМЕНТ СХЕМЫ ПРОВЕДЕНИЯ DUE DILIGENCE

Структура	Ответственный
История и описание бизнеса	Финансовый консультант или проектный менеджер <sup>1</sup>
Описание истории развития компании и текущая организация	Финансовый консультант или проектный менеджер
Дочерние компании, даты присоединения к группе. Организационно-правовая форма компаний	Юрист
...	...
Анализ устава акционерного общества, включая механизмы контроля, доступа к корпоративному управлению и другие условия, способные повлиять на роль «перекрестка» при принятии решений относительно будущего компании	Аудитор и юридический консультант
Детали договоров на право собственности и аренды помещений, включая их расположение и текущее состояние, а также перспективы дальнейшего использования, сравнительный анализ расходов на аренду и покупку. Анализ требуемых капиталовложений в помещения и землю	Юристы и специалисты

<sup>1</sup> Финансовый консультант, аудитор, юристы – сторонние специалисты, специально привлеченные для проработки сделки.

Структура	Ответственный
...	...
<b>Менеджмент и работники</b>	
Описание структуры управления	Финансовый консультант
Имена, возраст, обязанности, квалификация и профессиональный опыт директоров и ключевых менеджеров, структура компенсационных пакетов, иные контракты с компанией и достижения	Эксперт по персоналу
...	...
<b>Бухгалтерская и управленческая отчетность</b>	
Существующие процедуры составления отчетности в следующих разрезах: • IT; • планирование и бюджетирование; • составление бухгалтерской отчетности; • создание и использование управленческой отчетности	Специалисты компании покупателя, аудитор
...	...
<b>Продукты и маркетинг</b>	
Маркетинговая стратегия, ее организация, издержки и контроль	Финансовый консультант и специалисты
...	...

Структура	Ответственный
<b>Бизнес-процессы</b>	
Описание операций с точки зрения эффективности. Обзор работы каждого магазина, ключевые параметры. Эффект от потенциальной синергии	Специалисты
Основные поставщики и соглашения с ними, включая бонусную политику. Способы альтернативного обеспечения поставок	
...	...
Финансовые результаты	Финансовый консультант и аудитор
Финансовые результаты по аудированной отчетности за последние два года, включая все компании, в том числе индивидуальных частных предпринимателей (ИЧП)	Аудитор
Анализ сверхнормативных расходов, процентной ставки и ставки налогообложения	
Пояснения и комментарии	
...	...
<b>Активы и обязательства</b>	
Баланс компании за последние два-три года, прогноз на текущий год. Анализ трендов	Аудитор
Анализ и комментарии, касающиеся структуры основных средств; прав собственности; дебиторов и кредиторов, включая историю задолженности; работы с банками, структуры всех видов обязательств и договоров (в том числе неотраженных в официальной отчетности), правовой анализ всех долговых соглашений; любые другие долгосрочные договоренности и контракты	
...	...
Прогнозы	Финансовый консультант
Анализ и комментарии результатов исполнения текущего бюджета	Аудитор
Упрощенный анализ будущей потребности в наличности	
...	...
<b>Налогообложение</b>	
Обзор налогообложения компании и выявление потенциала для его снижения	Аудитор
...	...
<b>Налоговые и судебные претензии</b>	
Анализируются судебные и налоговые претензии, наложенные на предприятия обеспечительные меры, объекты обременения, суммы штрафов, пеней и неустоек	
...	...
<b>Другое</b>	

Поглощение компании может оказаться сделкой и подлежащей налогообложению, и освобожденной от налогов. Если акционеры поглощаемой компании рассматриваются налоговиками как продавцы акций, то они должны платить налог на приращение капитала.

Налоговый статус данной сделки оказывает влияние и на величину налогов, которые компания платит уже после поглощения. При признании сделки налогооблагаемой происходит переоценка активов присоединенной компании, и возникающее повышение или понижение их стоимости рассматривается как прибыль или убыток, подлежащие налогообложению.

По результатам due diligence проводится первоначальная оценка стоимости поглощаемой компании – рыночная стоимость без учета премии (табл. 8.3).

Деятельность компании может проверяться на соответствие не только федеральным, но и региональным правовым актам, а в некоторых случаях – законода-

тельству иностранной юрисдикции. Поэтому попытки сформулировать стандартный план проведения due diligence можно сравнить с подготовкой типового правового заключения на все случаи жизни.

## 9. КОМАНДА ЗАХОДА, ПЛАНИРОВАНИЕ И ОСНОВНЫЕ ТОЧКИ КОНТРОЛЯ (ПРОБЛЕМЫ АДАПТАЦИИ КОМАНДЫ ЗАХОДА К ПРЕДПРИЯТИЮ-ЦЕЛИ)

Лучшие стратегии теряют ценность, если реструктурирование осуществлено не должным образом. Реализация стратегии слияния / поглощения включает три последовательные фазы: подготовительная, немедленного контроля и стратегического определения.

Назначение подготовительной фазы заключается в проведении тщательного анализа рынка, выбора предприятия-цели, его анализа и оценки, проведения переговоров и собственно структурирования сделки. На этом этапе осуществляется сбор информации о менеджерах поглощаемой компании, и как результат – решение о подготовке (поиске) необходимого резерва замены менеджеров, подбор и подготовка команды захода.

Менеджерский состав поглощаемого предприятия не всегда может отвечать тем требованиям, которые появляются в процессе реструктурирования. Нужно быть готовыми «закрыть» слабые места в оргструктуре поглощаемого предприятия в случаях обнаружения фактов некомпетентности, противодействия и открытого саботажа. Кроме того, команда захода до момента поглощения должна быть включена в процесс подготовки поглощения в области управления, иметь возможность ознакомиться со спецификой поглощаемого бизнеса.

Фаза немедленного контроля имеет целью обеспечение финансового контроля и управления взаимоотношениями компании с внешним окружением. Эта стадия должна обеспечить сохранность активов компании, положительный баланс наличных средств в краткосрочном плане и наличие надлежащих механизмов финансового контроля в компании, что позволит ей продержаться на плаву в ходе выполнения фундаментального стратегического определения. В задачу этой фазы не входит изменение структуры и продуктов предприятия.

Команды захода должны состоять из трех групп специалистов и менеджеров:

- группа стратегии и маркетинга;
- операционно-организационная группа;
- группа финансового контроля.

Группа стратегии и маркетинга отвечает за анализ рынков сбыта продукции приобретенного предприятия как внутри страны, так и за ее пределами, воздействие законодательства, влияющего на привлекательность различных сегментов рынка (например, акцизы, пошлины, тарифы и т.п.), и конкуренции на рынках. Эта группа разрабатывает стратегические варианты, определяет стратегические направления и планирует осуществление стратегических вариантов. Результаты внешнего анализа для приобретенной компании включает следующие данные:

- объем рынков. Сегментация рынков и сравнительный анализ сегментов;
- анализ конкуренции. Тенденции в ценообразовании;
- рыночные тенденции и тенденции развития продуктов;
- юридические аспекты и их влияние для различных сегментов рынка;

- заключение о привлекательности рынков и их сегментов.

Операционно-организационная группа отвечает за внутренний анализ компании и взаимоотношения внутри производственной цепочки, а также сводный анализ сфер ключевой компетенции компании. Результаты такого анализа должны охватывать следующие сферы:

- управление поставщиками (закупки);
- система сбыта;
- производственные возможности;
- управление инвентарными и складскими запасами;
- организационная структура (квалификация персонала).

Группа финансового контроля должна разбираться в российских и международных системах бухгалтерского учета, знать налоговые и финансовые законодательные нормы. Результаты анализа и деятельности группы должны охватывать следующие сферы:

- сбор и консолидация финансовой информации по компании;
- анализ финансовой информации и разработка предложений;
- анализ баланса, счета прибылей и убытков, движения денежных средств;
- анализ рабочих показателей и финансового состояния;
- план внедрения финансового контроля и управленческой информации;
- ранжирование финансовых и функциональных проблем, с рекомендациями улучшения.

Содержательное изменение задач групп и состав команды захода в целом зависит от специфики поглощаемого предприятия. Это выражается в усилении команд специалистами технического (производство, технологии) или политического (обеспечение поддержки проекту на региональном, местном уровне власти) направления, отраслевыми и др. До приобретения деятельность команды захода обеспечивают группы, ответственные за сделку, а в момент входа на предприятие группы и (или) специалисты, которые возьмут на себя решение ряда рутинных задач: консультанты, специалисты и менеджеры материнской компании, специалисты и менеджеры поглощенной компании, кадровый резерв материнской компании.

Второй важной группой, обеспечивающей работу команды захода, являются специалисты и менеджеры материнской компании. К ним следует относить специалистов и менеджеров отдела приобретений (если он сформирован) и менеджеров функциональных подразделений материнской компании и (или) дочерних структур, которые участвуют в реструктурировании.

Третьей основной группой, от деятельности которой зависит успех сделки и реструктурирования, являются менеджеры и специалисты поглощенной компании. Чем более активно удастся привлечь этот персонал к сотрудничеству, тем выше вероятность успеха приобретения. Вовлечение персонала происходит посредством формирования групп для решения важных задач. Руководство группами осуществляют менеджеры команды захода.

Важно донести в максимально короткие сроки до всех категорий персонала стратегические установки и цели нового менеджмента, с тем чтобы обеспечить «социальную базу» реструктурирования и максимально снять то социальное напряжение, которое формируется на предприятиях вследствие смены собственников. Это позволяет минимизировать слухи, ускорить прохождение информации во всех направлениях (как сверху вниз, так и наоборот) и вовлечь «здоровомыслящую» часть персонала в реструктурирование.

Кадровый резерв в случае враждебного поглощения представляет собой две категории менеджеров и специалистов. Первая категория – это менеджеры мате-

ринской и дочерних компаний, которые могут быть привлечены либо на этапе реструктурирования, либо после, для управления дочерней (поглощенной) компаний. Вторая категория – это внешний резерв.

Для обеспечения эффективной работы команды захода следует соблюдать ряд принципов и условий:

- стратегические намерения материнской компании должны быть согласованными и являться руководством для всех групп, участвующих в приобретении и реструктурировании;
- группа захода создается для каждого проекта по приобретению, интеграции и реструктурированию;
- для каждого приобретения должен быть выделен отдельный ответственный менеджер, который наделен всеми полномочиями высшим руководством;
- группа захода должна участвовать в процессе планирования приобретения до стадии переговоров;
- группа захода должна согласиться и понимать цели и задачи приобретения;
- группе захода должна быть обеспечена поддержка и содействие высшего руководства материнской компании;
- нельзя допускать смешения стратегических функций с тактическими и оперативными;
- должен быть разработан детальный план внедрения и реструктуризации, который предусматривает в том числе механизмы выхода из проекта.

Кроме вышеизложенных превентивных мер и правил по поведению команды захода, стоит выделить специфические проблемы адаптации команды захода к предприятию-цели и краткие рекомендации по их преодолению.

### **Смена менеджмента**

Принятым правилом является объявление официальной амнистии и приглашение менеджеров и персонала поглощенной компании к сотрудничеству. Формально в период первой фазы должны быть временно отстранены при сохранении рабочих мест менеджеры, функции которых связаны с обеспечением контроля, – пост генерального директора, финансовый блок, блок продаж и закупок. В случае, если менеджеры являлись наемными, проявляют лояльность, обладают необходимой компетенцией и показывают результативность, то они могут быть сохранены на предприятии. Во всех остальных случаях их судьба должна рассматриваться отдельно. Должностные обязанности по этим направлениям выполняют менеджеры команды захода. После прохождения реструктуризации, команда менеджеров может быть заменена командой, которая будет управлять предприятием в обычном режиме. Смена менеджмента может приводить к оттоку квалифицированного персонала с предприятия, который уходит вслед за высшим менеджментом. В этом случае необходимо выдвигать способных к управлению менеджеров всех звеньев управления на приобретенном предприятии. После прохождения фазы немедленного контроля, но не ранее, следует приступить к оценке менеджмента и формированию кадровых резервов на поглощенном предприятии.

### **Несоответствие корпоративных культур**

Большинство поглощений не дают ожидаемого эффекта. В 80% случаев причина заключается в несоответствии корпоративных культур материнской компании и компании-цели. Для преодоления этого негативного момента и облегчения работы менеджеры команды захода должны предусмотреть серии обучающих семинаров на предприятии, возможность контактов менеджеров материнской компании со специалистами предприятия и форсированную подготовку кадрового резерва.

**Социальное сопротивление**

Сопротивление персонала интеграционному процессу при поглощениях расценивается экспертами как частный случай реакции сотрудников на любые организационные изменения: «Данный феномен существует по тем же психологическим законам и работать с ним нужно по тем же принципам, что и при любых организационных изменениях». К числу негативных воздействий организационных изменений на трудовой коллектив можно отнести следующие:

- напряженная психологическая атмосфера;
- снижение лояльности работников;
- уменьшение инновационной активности сотрудников, нежелание принимать даже разумные риски;
- рост числа конфликтных ситуаций между работниками и руководством, внутри трудового коллектива;
- изменение требований работников к уровню вознаграждения;
- уход некоторых ведущих специалистов;
- снижение производительности.

Основные принципы преодоления сопротивления персонала организационным изменениям следующие:

- максимально открытое и честное общение руководства с подчиненными всех уровней;
- доведение до всех максимума информации о происходящем;
- вовлечение сотрудников в процесс принятия решений;
- дополнительное обучение.

Тщательная информационная подготовка процесса слияния или поглощения. Для процесса информирования работников должны использоваться все возможности и способы: проведение собраний, встречи с представителями разных групп трудового коллектива.

**10. ИНТЕГРАЦИЯ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ**

Интеграция компаний по праву считается одной из сложнейших управленческих задач, в этом процессе есть масса тонкостей и сложностей, и компании очень часто совершают ошибки.

Успех интеграции зависит не только от того, насколько тщательно спланирована работа и распределены обязанности, но и от того, удастся ли реализовать возможности, появляющиеся в результате трансформации компаний. Компании часто не только не укрепляют свое положение в результате слияния, но и теряют завоеванные позиции: ситуация неопределенности приводит к потере ключевых клиентов и сотрудников, снижению стоимости.

<p>Определить новую бизнес-модель</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Задать единое стратегическое направление.</li> <li>2. Разработать новую оперативную модель.</li> <li>3. Установить четкие целевые нормативы, порядок подотчетности и стимулы к труду</li> </ol>
<p>Устранить неопределенность и конфликты</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Определить состав высшего менеджмента.</li> <li>2. Выделить лучших исполнителей.</li> <li>3. Наладить контакты с работниками, чтобы завоевать их симпатии</li> </ol>
<p>Преодолеть внешнее давление</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Обосновать сделку перед ключевыми клиентами.</li> <li>2. Поддерживать общение с внешними заинтересованными группами.</li> <li>3. Уладить все дела с регулирующими органами</li> </ol>

**Рис. 10.1. Три области, где менеджмент должен действовать быстро**

Для проведения эффективной интеграции можно выделить три группы задач и выполнить в рамках каждой группы следующие действия (рис. 10.1).

Чтобы завершить разработку программы интеграции, нужно как можно быстрее утвердить детальный план интеграции и назначить ответственных за его реализацию, сформировать комитет по интеграции – он будет координировать процедуры, направлять процесс объединения двух компаний – и команды, проводящие интеграцию (рис. 10.2).

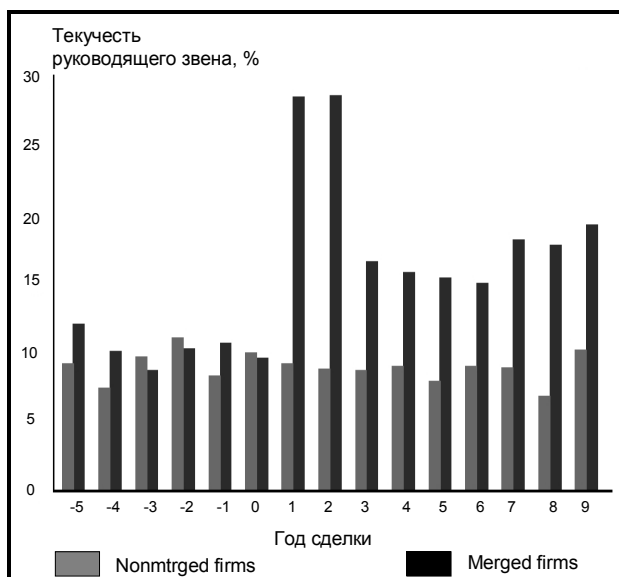
<p>Генеральный директор</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Определить общие контуры организации и общую стратегию интеграции</li> <li>• Распределить ответственность за выполнение интеграции</li> </ul>
<p>Управляющий комитет</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Осуществлять общее руководство интеграцией и наладить процесс принятия решений</li> <li>• Развивать и продвигать видение «новой компании»</li> <li>• Принимать и пересматривать ключевые решения по интеграции</li> <li>• Решать основные проблемы и улаживать конфликтные ситуации</li> </ul>
<p>Менеджер, ответственный за интеграцию</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Управлять процессом интеграции и координировать его</li> <li>• Определять повестку для комитета по интеграции</li> <li>• Определять систему подотчетности за реализацию стоимости</li> <li>• Выявлять и предупреждать потенциальные проблемы; улаживать конфликтные ситуации</li> <li>• Обеспечивать тщательное выполнение процесса</li> </ul>
<p>Комитет по интеграции</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Следить за соблюдением сроков</li> <li>• Следить за выполнением основного плана и решением межфункциональных вопросов</li> <li>• Осуществлять взаимодействие между группами</li> <li>• Управлять и координировать другие вопросы (финансовые, кадровые и т.д.)</li> <li>• Ставить вопросы, требующие решения</li> </ul>
<p>Команды, проводящие интеграцию</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Разрабатывать подробные рекомендации по реализации стоимости</li> <li>• Внедрять разработки и реализовывать создание стоимости</li> </ul>

**Рис. 10.2. Пример распределения ответственности в процессе интеграции**

Добиться высоких результатов можно только в том случае, если подход к интеграции будет систематическим и структурированным.

Применительно к РФ можно выделить следующие «узкие места». Одно из них – корпоративное управление. Объединяющиеся компании очень часто имеют разные системы корпоративного управления – даже у российских компаний разного уровня развития системы корпоративного управления имеют кардинальные отличия.

Не менее важно уделить внимание и культурному соответствию объединяющихся компаний. В российской экономике компании находятся на очень разных стадиях развития, используют разный стиль и культуру управления. Проблема культурного несоответствия между компанией-покупателем и поглощенной компанией часто становится причиной утраты лучших сотрудников поглощаемой компании, что ведет к разрушению стоимости. Поэтому необходимо как можно раньше сформировать образ объединенной компании и донести его до сотрудников (рис. 10.3).



**Рис. 10.3. Текучесть руководящего звена в периоды слияний и поглощений<sup>2</sup>**

В процессе слияния руководство решает множество неотложных юридических и финансовых вопросов, и на общение с персоналом объединяющихся компаний обычно не остается ни сил, ни времени. Рядовые сотрудники не знают, какой будет новая организация и найдется ли для них там достойное место. Поэтому многие начинают искать работу – и находят ее благодаря конкурентам и рекрутинговым агентствам. Опыт многих неудачных слияний свидетельствует, что слияние не может быть успешным без участия квалифицированных сотрудников, и эта сторона сделки заслуживает не меньше внимания, чем все остальные. Часто слияния оказываются неудачными из-за недооценки человеческого фактора, необходимо сделать все, чтобы ценные сотрудники остались в компании к концу реорганизации.

Обычно компания сначала утверждает новую структуру, а затем уже подбирает работников на все посты – от высших, то есть заместителя генерального директора, до нижних. При поглощении новую организацию обычно возглавляет руководство компании-покупателя. Чаще всего не так важно оценить каждого отдельного сотрудника (а это процесс долгий и изнурительный), как обеспечить стабильность функционирования приобретаемой компании. При слиянии на паритетных началах назначения на должности, занимающие на служебной лестнице три ступени ниже поста генерального директора, проводятся в течение 18-24 недель, и еще 8-16 недель уходит на все остальные должности. Когда сделано все, чтобы удержать ключевых сотрудников, нужно продумать процедуру увольнения. Лучшая долгосрочная стратегия – выплата щедрых выходных пособий: расходы, конечно, высоки, но это произведет положительное впечатление на остающихся в компании сотрудников. Обычно из-за вознаграждения, которое выплачивается сотрудникам, чтобы они не ушли, расходы на проведение сделки увеличиваются на 5-10% (что вполне может погубить ее), поэтому важно учесть эти суммы заранее.

После слияния топ-менеджерам непросто общаться с ключевыми сотрудниками: руководители часто не в

состоянии ответить на многие вопросы. Но если совсем не встречаться с сотрудниками, то можно вообще погубить сделку. Ключевые сотрудники, которые вовлечены в процесс объединения, которым предлагают хорошую должность и которые понимают, что компания не бросит их, скорее всего, никуда не уйдут.

Основные проблемы после завершения сделки:

- сложности в интеграции бизнесов двух компаний;
- сложности из-за понимания культурных и организационных различий;
- сложности в объединении IT систем и систем корпоративной отчетности.

Среди трех наиболее важных вещей, необходимых при планировании сделки, являются: необходимость начать планирование как можно раньше, проведение прединвестиционного исследования культурных и организационных различий и формирование специальной группы для решения задач, стоящих после завершения сделки.

## 11. ФИНАНСИРОВАНИЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Основные методы финансирования сделок: финансирование с использованием собственных денежных средств или акционерного капитала (equity financing); заемное (debt financing) и смешанное финансирование (hybrid financing).

### 11.1. Способы финансирования с использованием собственных денежных средств и акционерного капитала

#### Оплата денежными средствами

На долю денежного финансирования до 2001 г. приходилось до 90% сделок. Так, в 2001 г. консорциум «Альфа-групп» приобрел 44% акций компании «Голден Телеком» стоимостью 110 млн. долл. путем самофинансирования.

#### Продажа акций

Часто применяется смешанное финансирование: денежными средствами и акциями. Например, слияние ОАО «ЮКОС» и ОАО «Сибнефть»: по условиям сделки ОАО «ЮКОС» приобретало 92% акций ОАО «Сибнефть», из которых 20% оплачены денежными средствами, а еще 72% – обменены на 26,1% акций самого ЮКОСа. Таким же образом продажа компании «Голден Телеком» 50% пакета акций в компании «Совинтел» – в качестве оплаты сделки, которая позволила компании ОАО «Ростелеком» стать обладателем 100% пакета акций, выступили 15% акций самой компании «Голден Телеком» и 52 млн. долл. В 1995-2000 гг. от 30% до 40% всего объема сделок было профинансировано путем обмена акций.

Рынок ценных бумаг можно разделить на первичный и вторичный, для целей слияния и поглощения могут быть использованы механизмы первоначального размещения акций (в первую очередь IPO), а также механизм прямой продажи акций.

IPO (initial public offering) – это первое публичное размещение акций компании.

Российский рынок IPO в настоящий момент находится в стадии роста и становления. Первое размещение провело ОАО «Вымпелком» в 1996 г., продав 30% своих акций на общую сумму 115 млн. долл. За период 1996-2006 гг. 40 российских компаний провели IPO и

<sup>2</sup> Источник: Accenture.



порядка 155 российских компаний запланировали IPO на 2007-2010 гг. (из них 40 – на 2007 г.). Крупнейшее IPO (30% акций на сумму 1970 млн. долл.) провело в 2006 г. ОАО «Роснефть».

Если раньше на IPO выходили крупные компании с капитализацией более 2 млн. долл. (расходы на проведение первичного размещения на LSE и NYSE составляют около 1% от сделки), то в ближайшее время на IPO готовы средние компании с капитализацией 500 млн. долл. с размещением на российской площадке (табл. 11.1).

Таблица 11.1

**IPO СТАЛЕЛИТЕЙНЫХ КОМПАНИЙ**

Компания	Доля размещенных акций в уставном капитале, %	Суммарный привлеченный капитал, млн. долл.	Год	Биржа
ОАО «Мечел»	11,5	335	2004	NYSE
Euras Group	8	422	2005	LSE
ОАО «НЛМК»	7	609	2006	LSE
ОАО «Северсталь»	9,1	1063	2006	LSE
ОАО «ММК»	9,8	1000	2007	LSE

При финансировании сделки с помощью акционерного капитала кредитор имеет право на участие в управлении компании и на часть ее прибыли, а при заемном финансировании кредитор получает только право требования возврата предоставленных средств и процентов за пользование ими.

**11.2. Заемное финансирование**

Рост экономики и увеличение сделок по слиянию и поглощению увеличивает спрос предприятий на кредиты.

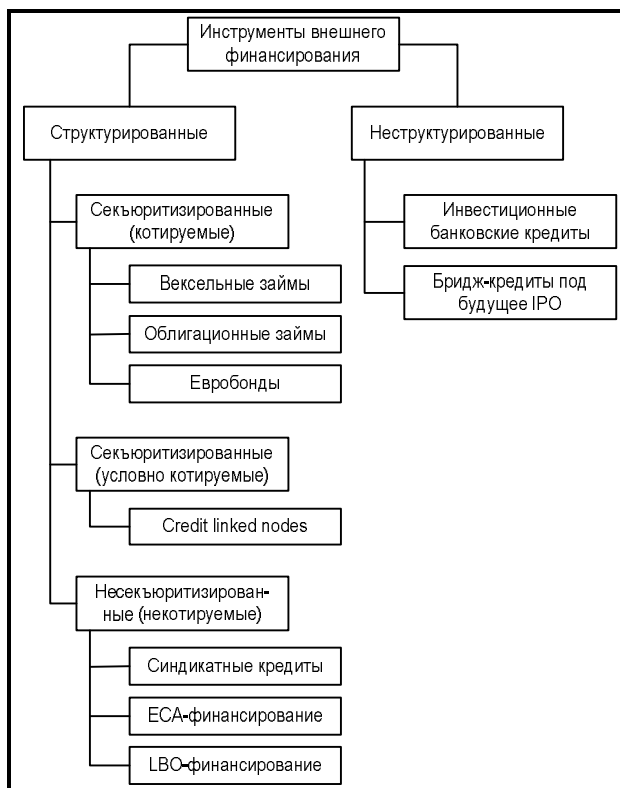


Рис. 11.1. Категории инструментов внешнего финансирования

Кредит (loan/credit) – это долговой контракт, по которому заемщик обязуется регулярно выплачивать ссудодателю в установленные сроки взносы в погашение долга и процентов. Срок предоставления срочных кредитов может составлять от 1 года до 15 лет под обеспечение основными фондами компании. Отличительной особенностью кредита являются скорость привлечения средств и относительно низкая стоимость обслуживания долга (рис. 11.1).

Синдицированные банковские кредиты. Кредиты на одну сделку могут даваться несколькими банками (синдикатом или консорциумом). Так, в 2006 г. профинансировано слияние «Пятерочки» и «Перекрестка» (800 млн. долл. предоставили ABnAmro, HSBC, RZB и WestLB).

Бридж кредиты (bridge loan) предоставляются компаниям для осуществления немедленного краткосрочного финансирования сделки и обязательны к обмену на облигации. Так, на приобретение турецкого нефтеперерабатывающего концерна Turas в 2004 г. консорциум «Татнефть» привлекла кредит у банков CSFB и BNP Paribas на общую сумму 375 млн. долл. в качестве бридж-финансирования под размещение будущего облигационного займа «Татнефти».

**Кредитные ноты**

Кредитные ноты (CLN, credit linked notes) – это долговые ценные бумаги, выпускаемые на международном рынке капиталов специально созданной иностранной компанией (эмитентом, SPV), предоставляющей кредит российской компании-заемщику или ее аффилированной иностранной структуре.

Упрощенно последовательность выпуска CLN представлена на рис. 11.2.

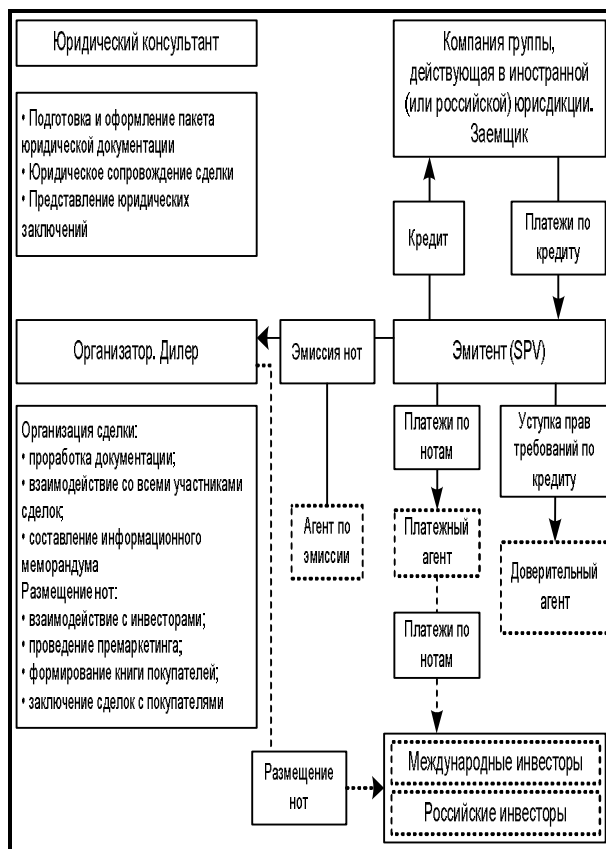


Рис. 11.2. Примерная процедура выпуска CLN

Минимальный целесообразный объем выпуска CLn на российском рынке составляет 30 млн. долл. Чем больше объем выпуска, тем более ликвиден рынок вторичных торгов для данной ценной бумаги, следовательно, тем большее количество инвесторов участвует в ее покупке.

Облигации – долговые ценные бумаги. В 2002 г. ведущие операторы сотовой связи – ОАО «МТС» и ОАО «Вымпелком» – разместили евробонды для финансирования своей экспансии в регионы. Финансирование облигациями имеет негативные стороны. В этом случае возможно понижение кредитного рейтинга, что делает условия последующих заимствований менее привлекательными. При эмиссии облигаций предприятие несет расходы по организации выпуска, в том числе налог на операции с ценными бумагами, вознаграждение андеррайтерам, финансовым консультантам и др. Еврооблигации – это облигации, номинированные в иностранной валюте и обращаемые за пределами страны эмитента.

### Векселя и лизинг

По оценкам специалистов, объем вексельного рынка в России достигает 15 млрд. долл.

Лизинг – первоначальная продажа приобретенного оборудования для последующего лизинга. Объем привлекаемых средств по лизингу лимитирован.

### 11.3. Гибридное финансирование

К нему относятся инструменты, несущие в себе признаки финансирования как с привлечением заемного капитала, так и с использованием акционерного капитала.

Привилегированные акции (preferred stock) дают их владельцу приоритет в участии в прибылях и на активы компании в случае ее ликвидации. Так слияние нефтяных компаний «ЛУКОЙЛ» и «КомиТЕК» в 1999 г. профинансировано с использованием привилегированных акций. Сделка стоимостью 500 млн. долл. была завершена путем обмена акций в соотношении 4,2 акции компании «КомиТЕК» за одну конвертируемую привилегированную акцию «ЛУКОЙЛ».

### Выкуп компании

Называют такие сделки долговым выкупом или выкупом с рычагом (leverage buyout, LBO) – это финансирование под залог имущества актива. Классические примеры LBO в России: выкуп «Евроцемент Групп» цементного бизнеса «Интэко» на кредит Сбербанка и приобретение группой А. Усманова Михайловского горно-обогатительного комбината (ГОК) на кредит ВТБ под залог ГОКа.

Сделки LBO различают в зависимости от того, кто осуществлял сделку (рис. 11.3 и табл. 11.2).

Таблица 11.2

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ТАБЛИЦА ПРИВЛЕЧЕНИЯ РАЗЛИЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ЗАЕМНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Название инструмента	Инвестиционные банковские кредиты	Бридж-кредиты под будущее IPO	Синдицированные банковские кредиты	ЕСА-финансирование	LBO-финансирование	Credit linked notes (CLn)	Вексельный заем	Облигационный заем	Еврооблигации
Минимальная сумма	Не установлена	До 50% от объема эмиссии	Экв. 20 млн. долл.	Экв. 5 млн. долл.	Экв. 10 млн. долл.	Экв. 20 млн. долл.	Экв. 5 млн. долл.	Экв. 35 млн. долл.	Экв. 70 млн. долл.
Оптимальная сумма	Не установлена	-	Экв. 50 млн. долл.	От экв. 10 млн. долл.	От экв. 25 млн. долл.	Экв. 50 млн. долл.	Экв. 15 млн. долл.	Экв. 50 млн. долл.	Экв. 200 млн. долл.
Валюта	RUR/USD/EUR	RUR/USD/EUR	USD/EUR	USD/EUR	RUR/USD/EUR	USD/EUR	RUR	RUR	USD/EUR
Средний срок привлечения (дурация) в годах	2-10	До 2	1-5	3-10	3-10	1-3	1-3	2-5	2-5
Ставка, % годовых (может варьироваться в зависимости от кредитного рейтинга заемщика и ситуации на рынке капиталов)	От 10%	От 9%	Базовая ставка + 3%	Базовая ставка + 1,5%	Базовая ставка + 3%	Базовая ставка + 3%	15%	11%	10%
Комиссия за организацию кредита	0,1-0,5%	-	До 0,5%	До 0,5%	До 0,5%	До 0,5%	До 1%	До 1%	до 1%
Кредитор	1	1	2-10	1	1-10	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений
Залог необоротных активов	+	-	-	-	-	-	-	-	-
Залог акций	-	-	-	-	+	-	-	-	-
Услуги организатора	-	+	+	+	+	+	+	+	+
Услуги андеррайтера	-	-	+	-	-	+	+	+	+
Услуги юридического консультанта	-	-	+	+	+	+	+	+	+
Услуги консультанта по составлению и сопровождению регистрации проспекта эмиссии	-	-	-	-	-	-	+	+	+

Название инструмента	Инвестиционные банковские кредиты	Бридж-кредиты под будущее IPO	Синдицированные банковские кредиты	ЕСА-финансирование	LBO-финансирование	Credit linked notes (CLn)	Вексельный заем	Облигационный заем	Еврооблигации
Услуги депозитария	-	-	-	-	-	-	+	+	+
Услуги платежного агента	-	-	-	-	-	+	+	+	+
Услуги PR, работа со СМИ и инвесторами	-	-	-	-	-	+	+	+	+
Наличие офферты	-	-	-	-	-	-	Желательно	Желательно	Желательно
Возможность досрочного погашения	+	+	-	+	+	-	-	-	-
Раскрытие информации (требования ФСФР, др. надзорных органов)	-	-	-	+	-	Желательно	+	+	+
МСФО (ГААП) – отчетность, аудит	-	-	Желательно	+	+	Желательно	-	-	+
Контроль за использованием	+	-	-	+	+	-	-	-	-
Уровень ликвидности на рынке капиталов	Мин.	Мин.	Средний	Мин.	Мин.	Средний	Макс.	Макс.	Макс.

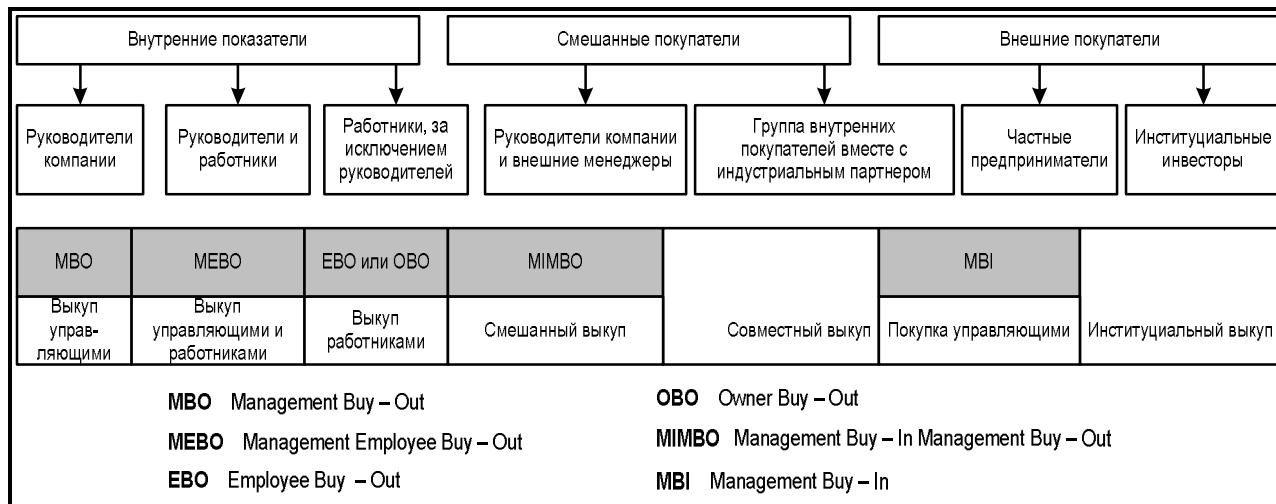


Рис. 11.3. Варианты выкупа компании

MBO (management buy-out) производится ее высшим руководством. В настоящее время количество сделок MBO в РФ растет. Например, в 2006 г. генеральный директор ОАО «Северсталь-Авто» В. Швецов приобрел 49,3% акций ОАО «Северсталь-Авто» у генерального директора ОАО «Северсталь» А. Мордашова, увеличив тем самым свою долю в ОАО «Северсталь-Авто» до 58%. Или выкуп в 2006 г. менеджментом 42% акций ОАО «Мечел» за 1 795 млн. долл.

## 12. АГРЕССИВНОЕ ПОГЛОЩЕНИЕ: МЕТОДЫ ЗАЩИТЫ

Наиболее распространенные в РФ способы недружественного поглощения:

- консолидация (скупка) мелких пакетов акций;
- преднамеренное доведение до банкротства;
- целенаправленное понижение стоимости предприятия и приобретение его активов;

- оспаривание прав собственности на стратегически важные активы (производственно-технологический комплекс, права недропользования и т.п.);
- приобретение кредиторской задолженности компании-цели;
- «покупка» менеджеров предприятия.

К стратегическим способам защиты относятся мероприятия организационно-управленческого характера – выстраивание корпоративной структуры (структуры организаций, входящих в холдинг, группу компаний), формирование системы экономической безопасности бизнеса. Изменения в традиционной структуре среднего бизнеса включают:

- интеграцию бизнеса (вертикальная или горизонтальная);
- защиту через нападение;
- диверсификацию (распределение) имущественных и финансовых рисков в холдинговой структуре.

Использование первых двух стратегических способов защиты характерно для предприятий – лидеров отрасли. Это и распространение своей власти вверх и вниз по про-

изводственной цепочке, скупка и захват более мелких конкурентов, построение производственной и сбытовой сети в регионах. Защита среднего и мелкого бизнеса осуществляется с помощью диверсификации имущественных и, отчасти, финансовых рисков. Применительно к производственно-технологическому и финансовому комплексу это означает: не стоит сосредотачивать все активы в одной организации, при нападении можно лишиться всего.

Реальные собственники бизнеса, как правило, не афишируют свое преобладающее участие в уставном капитале производственных бизнес-единиц напрямую. Они действуют через специально создаваемые компании-владельцы. Зачастую эти компании регистрируются в оффшорных зонах, поскольку правовой статус и процедура регистрации оффшорной компании в некоторых юрисдикциях позволяет не раскрывать информацию о составе акционеров (участников) этой организации. Встречаются примеры регистрации в РФ на подставных лиц компании-владельца с целью сохранения в тайне информации о реальных собственниках.

Компании-владельцы (владельцы пакетов акций и нематериальных активов и владельцы капиталоемкого и наиболее ликвидного имущества) сами не ведут какой-либо финансово-хозяйственной деятельности, что позволяет минимизировать риск их захвата через концентрацию кредиторской задолженности или посредством возложения ответственности за деятельность производственных бизнес-единиц холдинга. Они определяют ключевые назначения в управляющей компании и осуществляют контроль использования активов.

Непосредственное руководство деятельностью холдинга осуществляет специально создаваемая управляющая компания, которая реализует свои властные полномочия по отношению к производственным бизнес-единицам и сервисным компаниям посредством договора между управляющей компанией и дочерним обществом. В этом договоре определяется разграничение полномочий и ответственности между управляющей компанией и дочерним обществом, определяется механизм согласования и принятия решений по ключевым аспектам деятельности. В зависимости от состоявшегося распределения полномочий и определяется степень централизации / децентрализации управления в холдинге.

Помимо собственно производственных бизнес-единиц, в структуре холдинга присутствуют сервисные компании, обслуживающие коммерческие и вспомогательные функции. В некоторых отраслях, отличающихся значительной динамикой перемещения персонала (строительство), последнее время принято создавать специализированные кадровые компании, которые, с точки зрения схемы распределения рисков, несут на себе бремя ответственности за взаимоотношения с трудовым коллективом, профсоюзами и контролирующими органами (гострудинспекция, иммиграционные службы и т.п.). В нефтегазовой отрасли в последние годы популярной тенденцией стало создание сервисных компаний по эксплуатационному бурению и ремонту скважин, что с точки зрения схемы защиты позволяет распределить права собственности на наиболее капиталоемкое имущество.

Использование сервисных компаний, обслуживающих коммерческие функции (как правило, сбыт и снабжение) позволяет обособленно контролировать материальные и финансовые потоки предприятия, организовать защитный буфер на пути агрессора, осуществляющего атаку через концентрацию кредиторской задолженности.

Рассмотрим наиболее существенные аспекты тактических способов защиты.

Юридической основой защиты общества должны стать скрупулезно разработанные внутренние документы (устав, положение об органах управления, договор с управляющей компанией и т.п.), соответствующие выбранной стратегии защиты. В первую очередь следует обратить внимание на следующие ключевые моменты при разработке пакета внутренних документов общества. При недружественном захвате агрессор стремится получить оперативный контроль над предприятием. С этой целью проводится смена органов управления. Действующее акционерное законодательство предусматривает альтернативы в отношении органа, компетентного избирать генерального директора или председателя совета директоров. Если право их избрания отнести к компетенции общего собрания, то агрессору для получения оперативного контроля уже недостаточно будет заручиться поддержкой половины членов совета директоров, требуется созыв общего собрания акционеров. А если дополнительно предусмотреть избрание совета директоров кумулятивным голосованием, то срок проведения внеочередного общего собрания можно отодвинуть с 40 до 70 дней.

Рассмотрим способы защиты от недружественного поглощения до публичного объявления о сделке и после него (табл. 12.1 и 12.2).

Как следует из вышеприведенных таблиц, методы защиты весьма разнообразны. Все методы защиты, которые может использовать цель поглощения, можно разделить на защиту до предложения и защиту после предложения. Рассмотрим некоторые способы защиты от недружественного поглощения до предложения более подробно.

Разделение совета директоров означает, что в устав корпорации – цели поглощения вносится пункт, в котором оговаривается порядок разделения совета директоров на несколько равных частей; при этом каждая часть совета директоров может быть избрана общим собранием акционеров на один год. Таким образом, ограничиваются возможности агрессора получить немедленный контроль над компанией – целью поглощения непосредственно после покупки контрольного пакета акций: компания-покупатель будет вынуждена ждать еще несколько лет, для того чтобы получить необходимое большинство в совете директоров. На практике же подобное ограничение в большом числе случаев снимается, если агрессор имеет реальные шансы получить контроль над целью поглощения. Тем не менее, более половины компаний, входящих в индекс Standard&Poor's 500, использует такой способ защиты, так как это реально усложняет и удорожает поглощение.

Условие сверхбольшинства есть способ защиты, предусматривающий внесение в устав корпорации цели оговорки, предусматривающей установление высокого процента голосов, необходимого для принятия решения о слиянии. Во многих случаях это ограничение одновременно распространяют и на такие операции, как принятие решений о ликвидации компании, ее перестройке, продаже или финансовом лизинге крупных активов, принадлежащих компании, и т.п. Большинство корпораций, применяющих этот метод защиты, устанавливает количественный барьер голосов для принятия решения о слиянии на уровне от 2/3 до 80%.

Таблица 12.1

**ВИДЫ ЗАЩИТЫ ОТ НЕДРУЖЕСТВЕННОГО ПОГЛОЩЕНИЯ ДО ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ О СДЕЛКЕ**

Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Внесение изменений в устав корпорации («противоаккульты» поправки к уставу)	Ротация совета директоров: совет делится на несколько частей. Каждый год избирается только одна часть совета. Требуется большее количество голосов для избрания того или иного директора. Сверхбольшинство: утверждение сделки слияния сверхбольшинством акционеров. Вместо обычного большинства требуется более высокая доля голосов, не менее 2/3, а обычно 80%. Справедливая цена: ограничивает слияние акций между акционерами, владеющими более чем определенной долей акций в обращении, если не платится справедливая цена (определяемая формулой или соответствующей процедурой оценки)
Изменение места регистрации (реинкорпорация)	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
«Ядовитая пилюля»	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
Рекапитализация высшего класса	Распространение обыкновенных акций нового класса с более высокими правами голоса. Позволяет менеджеру компании-мишени получить большинство голосов без владения большей долей акций

Таблица 12.2

**ВИДЫ ЗАЩИТЫ ОТ НЕДРУЖЕСТВЕННОГО ПОГЛОЩЕНИЯ ПОСЛЕ ПУБЛИЧНОГО ОБЪЯВЛЕНИЯ О 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» – «белым рыцарем»
«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
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, так как стоимость «золотых парашютов» существенно возрастет
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

Условия сверхбольшинства автоматически применяются ко всем сделкам, в которых участвуют заинтересованные стороны или крупные акционеры. В дополнение условие сверхбольшинства сопровождается оговоркой, которая распространяет данное условие на голосование по снятию защиты с корпорации. Естественно, что подобное ограничение значительно ограничивает возможности недружественного поглощения: для обеспечения контроля агрессору требуются значительно большие ресурсы.

Условие справедливой цены – внесение в устав корпорации-цели оговорки, определяющей условия выкупа более 20% (возможно, более 30%) голосующих акций. Реально условие справедливой цены является ужесточением условия сверхбольшинства и, как правило, не применяется отдельно от него. Справедливая цена определяется как одинаковая цена выкупа для любой акции корпорации-цели. Основная цель этого метода защиты – предотвращение двухстадийных тендерных предложений корпорацией-покупателем. Двухстадийное предложение означает, что сначала делается предложение на покупку только крупных пакетов акций (более 5%), затем предлагается купить мелкие пакеты, но по более низкой цене. Естественно, что такая схема ущемляет интересы миноритарных акционеров. Кроме того, существует возможность купить корпорацию по цене ниже рыночной. Большинство корпораций, применяющих этот метод защиты, устанавливают «справедливую цену» на основе исторической стоимости своих акций за последние три – пять лет. Если корпорация-покупатель выполняет условие справедливой цены, в большинстве случаев снимается условие сверхбольшинства. Защита «справедливой ценой» может быть снята в следующих случаях:

- если снятие защиты будет одобрено 95% акционеров корпорации-цели;
- при дружественном слиянии.

Реинкорпорация означает переоформление учредительных документов в другой регион (перенос юридического адреса), где существуют более жесткие антимонопольные требования, чем по текущему месту регистрации. Подобная защита может значительно затруднить поглощение реинкорпорированной компании, но процесс оформления документов может потребовать много времени, что может оказаться совсем не в интересах защищающейся стороны.

«Ядовитые пилюли» в самом общем виде представляют собой эмитированные корпорацией-целью права, размещенные между ее акционерами и дающие им право на выкуп дополнительного количества обыкновенных акций компании при наступлении определенного события. Катализатором исполнения права выкупа может стать любая попытка изменения контроля над данной корпорацией, не согласованная с советом директоров. Рассмотрим основные виды «ядовитых пилюль», которых всего шесть – preferred stock plans, flip-over plans, flip-inplans, flip-out plans, back-end plans, voting plans.

Preferred stock plan по существу представляет собой эмиссию корпорацией-целью конвертируемых привилегированных акций, которые распределяются между акционерами в качестве дивидендов. Эти привилегированные акции приравниваются по праву голосу к обыкновенным акциям. Выпуск подобных привилегированных акций приводит к снижению дивидендов по обыкновен-

ным акциям, кроме того, размер дивидендов по привилегированным акциям устанавливается на значительно более высоком уровне, чем по обыкновенным акциям: здесь преследуется цель того, чтобы владельцы привилегированных акций воздерживались от их конвертации в обыкновенные. Эмитент оставляет за собой право выкупа привилегированных акций через определенный период (на практике – не менее 15 лет).

Принцип защиты реализуется следующим образом. В условиях распределения привилегированных акций содержится пункт, в котором оговаривается, что в случае покупки иным инвестором «значительного» пакета обыкновенных акций владельцы привилегированных акций имеют право потребовать от своей компании выкупа этих привилегированных акций, если владелец «значительного» пакета акций в течение небольшого времени не объявит о дружественном слиянии с эмитентом. После получения требования о выкупе корпорация должна выкупить привилегированные акции по цене, не ниже:

- максимальной цены, уплаченной владельцем «значительного» пакета за привилегированные акции, приобретенные им в течение предыдущего года;
- максимальной цены, уплаченной владельцем «значительного» пакета акций за обыкновенные акции, приобретенные им в течение предыдущего года, умноженной на коэффициент конвертации.

Если же решение о поглощении принимается, то владельцы привилегированных акций лишаются права их выкупа своей компанией. В результате привилегированные акции должны будут конвертироваться в обыкновенные акции поглотившей компании.

Flip-over plan представляют собой следующее. Корпорация-цель объявляет о выплате дивидендов по обыкновенным акциям в форме прав на покупку определенного класса своих ценных бумаг, как правило, обыкновенных акций. Цена исполнения права устанавливается на уровне, значительно превышающем рыночную стоимость ценных бумаг, на покупку которых предоставлено данное право. В дополнение эти права не могут быть реализованы до наступления определенного эмиссионного события. Таким событием может быть приобретение корпорацией-покупателем значительного пакета голосующих акций или получение предложения на приобретение такого пакета. После наступления подобного события акционеры корпорации-цели не могут осуществить свои права в течение короткого промежутка времени (как правило, 10 дней). По истечении указанного времени права могут быть реализованы, и корпорация-цель распределяет сертификаты этих прав. До этого момента обыкновенные акции и права не могут торговаться отдельно друг от друга. Досрочный выкуп возможен, но он проводится со значительным дисконтом. В результате в случае принятия решения о поглощении акционеры поглощенной компании будут иметь возможность очень выгодно купить акции компании, возникшей после поглощения, что может оказаться очень дорогим для поглощающей стороны.

Flip-inplan по существу есть дополнение к предыдущему способу защиты. Суть его заключается в следующем: если корпорация-покупатель переводит активы купленной корпорации на дискриминирующие ее акционеров условиях или на условиях, снижающих стоимость вложения, то акционеры корпорации-цели имеют право выкупить акции корпорации-покупателя со значительным дисконтом их рыночной стоимости. Таким образом

обеспечивается защита акционеров поглощаемой стороны; кроме того, покупка может стать более дорогостоящей для корпорации-покупателя.

Flip-out plan – способ защиты, при котором акционеры компании – цели поглощения получают право на выкуп акций агрессора, что по существу есть контрпадение на него. Это напоминает защиту Лэкмена, о которой пойдет речь ниже. Разумеется, для реализации подобного способа защиты требуются значительные финансовые ресурсы.

Процедура защиты back-end plan почти полностью повторяет flip-over plans, за исключением того, что распределяются права на покупку долговых инструментов, а не обыкновенных акций. Корпорация-покупатель после проведения поглощения сталкивается с проблемой обслуживания большого объема долговых обязательств (основной долг и проценты). Долг создается с целью защиты компании – цели поглощения.

Основная задача voting plan заключается в предотвращении попыток получения контроля над корпорацией одного лица либо группы лиц путем простого большинства голосов. Суть метода состоит в том, что корпорация – цель поглощения объявляет своим акционерам о выплате дивидендов в виде привилегированных акций. В случае если отдельное лицо или группа лиц становится владельцем «значительного» пакета обыкновенных и привилегированных акций, владельцы привилегированных акций, за исключением обладателя «значительного» пакета, получают право суперголоса, что не дает возможность получить контроль над компанией владельцу этого «значительного» пакета.

Рекапитализация высшего класса как метод защиты сводится к следующему. Все эмитированные компанией акции делятся на два класса: акции с обыкновенным правом голоса (нижний класс акций) и акции с повышенным правом голоса (высший класс акций). Обычно акции низшего класса голосуют по принципу «одна акция – один голос», а акции высшего класса – «одна акция – десять голосов». Акции высшего класса размещаются только среди акционеров компании – цели поглощения. Они могут быть через определенное время обменены на акции низшего класса (обыкновенные акции). Как правило, дивиденды по акциям высшего класса устанавливаются на более низком уровне, чем по акциям низшего класса; кроме того, акции высшего класса всегда низколиквидны и могут вообще не обращаться на фондовом рынке. Главная цель выпуска акций высшего класса – как можно скорее заставить их владельцев обменять их на акции низшего класса. Также устанавливается, что менеджеры корпораций-аутсайдеров не могут быть участниками подобного обмена. После проведения подобной рекапитализации менеджмент корпорации-цели, даже обладая относительно небольшим пакетом обыкновенных акций, будет способен эффективно блокировать попытки изменения контроля над корпорацией. Практика показывает, что данный метод весьма эффективен.

При целевом выкупе компания – цель поглощения делает прямое тендерное предложение внешнему инвестору или группе инвесторов, которые уже владеют крупным пакетом ее обыкновенных акций и могут представлять потенциальную угрозу. Выкуп производится со значительной премией по сравнению с рыночным курсом акций. При помощи этого метода ликвидируется потенциальная угроза недружественного поглощения.

Естественно, что успех данного метода защиты в наибольшей степени определяется величиной предлагаемой премии над текущим рыночным курсом.

Соглашение о невмешательстве (стоп-соглашение) представляет собой контракт, который заключается между менеджментом компании – цели поглощения и крупным акционером, согласно которому этот крупный акционер обязуется не владеть контрольным пакетом акций на протяжении определенного времени.

Теперь рассмотрим более подробно некоторые способы защиты от недружественного поглощения после предложения.

Защита Пэкмена заключается в контрнападении корпорации – цели поглощения на корпорацию – агрессора в случае попытки жесткого поглощения (корпорация-цель делает встречное тендерное предложение акционерам корпорации-покупателя на выкуп контрольного пакета ее акций). Подобная практика встречается очень редко, так как основная проблема с ее применением – значительный объем финансовых ресурсов, необходимых для проведения контрнаступления на покупателя. Поэтому только корпорация-цель, которая значительно превосходит корпорацию-поглотителя свободными финансовыми ресурсами, может рассчитывать на успешное проведение такой защиты.

Тяжба – один из самых популярных видов защиты после получения предложения о поглощении. Более 1/3 всех тендерных предложений, сделанных в США за период с 1962 по 1980 год, сопровождались возбуждением различных судебных исков со стороны корпорации-цели. При этом корпорация-покупатель обвинялась в нарушении всевозможных видов законодательства, включая природоохранное. Большинство исков подаются в связи с антимонопольным законодательством и законодательством, регулирующим фондовый рынок.

В результате начала тяжбы корпорация-цель может задержать проведение недружественного поглощения (судебные процедуры, слушания, пересмотр дела и т.п.) и одновременно увеличить стоимость поглощения (более интересно увеличить размер тендерного предложения, чем нести значительные судебные издержки). Кроме того, возможна такая технология возбуждения тяжбы, когда иск учиняет дружественная поглощаемой компании фирма или частное лицо на основе предварительного сбора информации компанией-целью.

«Белый рыцарь» и «белый сквайр» – способы защиты, когда для поглощения приглашается дружественный акционер-инвестор. При выборе способа защиты «белый рыцарь» корпорация-цель пытается помешать недружественному поглощению путем осуществления дружественного поглощения, продавая свой контрольный пакет акций дружественной менеджменту корпорации. Размер предложения, которое делает «белый рыцарь», определяется главным образом тем, насколько подобная сделка вписывается в его стратегию. Если соответствие стратегии – хорошее, то цена может быть выше предложенной агрессором, если же уровень соответствия стратегии невелик, то цена будет ниже. На практике же возможна ситуация, когда агрессор будет повышать цену, не отказываясь от попытки захвата даже после появления «белого рыцаря»: тогда цена будет расти.

Защита «белый сквайр» отличается от защиты «белый рыцарь» тем, что «белый сквайр» не получает контроля над целью поглощения. Дружественная к менеджменту компания – «белый сквайр» покупает по

предложению цели поглощения крупный пакет акций на «условиях невмешательства» (обычно это означает обязательство голосовать за предложения менеджмента). Таким образом агрессор лишается возможности получить большинство голосов на собрании акционеров и, следовательно, решить проблему поглощения. В качестве вознаграждения «белый сквайр» обычно получает места в совете директоров или повышенные дивиденды на купленные акции.

Заключение контрактов на управление. Компенсационными парашютами называются включаемые в контракты менеджеров условия, гарантирующие значительные выплаты этим менеджерам в случае недружественного или не согласованного с менеджерами поглощения. Естественной практикой поглощающей компании является замена ключевых менеджеров поглощаемой компании.

Компенсационные парашюты бывают:

- золотыми (компенсационные соглашения заключаются с высшим менеджментом);
- серебряными (компенсационные соглашения заключаются с менеджментом среднего звена);
- оловянными (компенсационные соглашения заключаются с менеджментом низшего звена и некоторыми рядовыми сотрудниками компании).

Если компенсационные соглашения составлены юридически безукоризненно и сумма компенсации существенна, то у поглощающей компании возможны проблемы. Кроме того, наличие подобных контрактов является стимулом для менеджмента компании проводить эффективные защитные действия, если этого требуют акционеры.

Рынок может прореагировать на применение такого способа защиты как позитивно (рост котировок акций на 1,5-3%), так и негативно (падение цены акций на 1% и более). Реакция рынка в большинстве случаев зависит от типа контракта: менеджмент – акционеры или менеджмент – менеджмент. По мнению некоторых исследователей, в среднем такой метод защиты не дает компании ни выигрыша, ни проигрыша.

Реструктуризация активов – продажа и покупка активов, которая совершается для того, чтобы сделать объект поглощения менее привлекательным для агрессора. Возможна продажа привлекательных активов, что снижает инвестиционную привлекательность поглощаемой компании, или покупка такого бизнеса, когда дальнейшая его консолидация за счет недружественного поглощения может привести к проблемам с органами государственного регулирования, например, антимонопольными.

Реструктуризация обязательств представляет собой следующее:

- проведение дополнительной эмиссии обыкновенных акций, полностью размещаемой среди дружественных внешних инвесторов (или акционеров), то есть лиц, которые поддержат существующий менеджмент корпорации-цели в случае попытки недружественного поглощения;
- проведение крупной эмиссии долговых обязательств (краткосрочных или долгосрочных облигаций); одновременно средства, полученные от проведения эмиссии, направляются на выкуп своих обыкновенных акций, обращающихся на рынке или находящихся у крупных, но «неблагонадежных» акционеров.

В первом случае подобная защита обеспечивает больше шансов менеджменту на сохранение статуса при голосовании на общем собрании акционеров.

Во втором случае увеличение внешней задолженности корпорации снижает ее инвестиционную привлекатель-

ность; кроме того, дополнительно проводимый выкуп значительно усложняет процесс приобретения контрольного пакета акций компании за счет снижения количества акций, доступных для покупки агрессором.

### 13. ВЕДЕНИЕ РЕЕСТРА И ОСНОВНЫЕ МАНИПУЛЯЦИИ, СВЯЗАННЫЕ С НИМ

В любом конфликте, разворачивающемся вокруг акционерного общества, помимо основных оппонентов, есть еще третья сторона – реестродержатель. Согласно ст. 44 Закона об АО, в том случае, если число акционеров превышает 50, держателем реестра акционеров должен быть специализированный реестродержатель (регистратор).

Реестродержатель – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг как исключительную на основании договора с эмитентом, имеющий лицензию на осуществление данного вида деятельности, или эмитент, осуществляющий самостоятельно ведение реестра владельцев именных ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ<sup>3</sup>.

Регистратор является ключевой фигурой в противостоянии между захватчиком общества и обороняющимися акционерами, являющимися фактическими владельцами общества. Только при тесном взаимодействии с регистратором можно построить грамотную и эффективную систему защиты от поглощения общества или, наоборот, провести операцию по установлению контроля над ним. Среди регистраторов довольно распространена практика так называемой продажи информации о составе акционеров общества. Это может осуществляться, как руководством реестродержателя, так и его сотрудниками, которые имеют доступ к системе ведения реестра. Агрессор может получить и сведения, которые напрямую не содержатся в реестре, например о реальном владельце акций, скрывающемся за номинальными держателями и доверительными управляющими. Кроме информации из реестра, захватчик может получить информацию (почти во всех случаях) о планах компании-цели: какие обеспечительные меры придумали, готовят ли собрания, что вообще делают. Регистратор об этом знает всегда, так как в противном случае не может с ним эффективно взаимодействовать в целях защиты.

Для многих регистраторов конфликты – вещь довольно редкая. Они находятся в состоянии постоянной готовности к ним, но 99% действий – это обычная рутинная работа, а конфликты возникают не чаще 3-5 раз в году. Регистраторы, как правило, очень осторожно и очень неохотно участвуют на той или иной стороне в корпоративных конфликтах, так как из-за одного клиента потерять весь бизнес, доверие остальных клиентов не очень хочется.

Важно понимать, что издержки регистратора, который выступает на стороне эмитента в деле защиты от поглощения, вырастают в разы. Конфликт – это внутренние и достаточно серьезные издержки на усиление безопасности, на оценку рисков, связанных с Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР), на

возможность преследования, вплоть до уголовного, руководителей компании.

Выделим два этапа захвата общества с участием регистратора:

- 1-й этап – подготовительный. Это сбор информации. Компания-захватчик всевозможными способами пытается получить доступ к реестру компании-цели. Такие способы различны:
  - получение несанкционированного доступа к системе ведения реестра;
  - покупка 1% акций (акционер в этом случае имеет право на предоставление реестра);
  - инициирование и самостоятельное проведение «10-процентником» внеочередного собрания акционеров, для чего должен быть предоставлен реестр;
  - использование судебных, правоохранительных и иных государственных органов. Для этого применяется система запросов этих органов в адрес регистратора с требованием о предоставлении информации, как об отдельных акционерах, так и о реестре. Но, получая письменный запрос арбитражного суда о предоставлении информации из реестра, регистратор вполне способен ответить на него отказом. Можно также, не отказывая в выдаче информации, запросить разъяснения о порядке исполнения определения, в чем ему будет отказано. Он рискует подвергнуться штрафу. Однако штраф налагается на основании соответствующего определения, которое можно обжаловать, что приведет к затягиванию представления информации или непредставлению ее вообще. Немаловажную роль играют сроки представления запрашиваемой информации. Законодательство определяет срок, в который регистратор должен предоставить список акционеров по запросу владельца миноритарного пакета, в 20 дней. Дружественному акционеру регистратор выдаст его и на следующий день.
- 2-й этап – переход прав по акциям. Поскольку он отражается в реестре, и лицо может считать себя акционером только с момента внесения о нем записи в реестр, неизбежны обращения к регистратору с требованием о внесении таких записей. Если пакет акций рассредоточен среди множества миноритарных акционеров и захватчик приступил к скупке, менеджмент общества во избежание перехвата управления начинает ответную скупку акций (если этого ранее сделано не было) с целью консолидировать контрольный пакет акций.

В соответствии с Положением о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, на проведение операции отводится три календарных дня. При этом законодательством не предусмотрено, что передаточное распоряжение, поданное первым, должно быть исполнено первым. Таким образом, есть механизм, который позволяет в рамках корпоративного конфликта (например, при проведении скупки) исполнить быстрее передаточное распоряжение, поданное на следующий день после того, как агрессор попытался провести какую-то операцию. Регистратор всегда это может объяснить внутренними регламентациями, необходимостью тщательнее все проверить и т.д. Кроме того, существует система отказов от внесения записи в реестр. Поскольку лицевые счета миноритарных акционеров в реестре зачастую находятся в неудовлетворительном состоянии (не указана вся необходимая информация либо содержатся совсем не те данные, которые акционеры записывают в передаточных распоряжениях), отказать во внесении в реестр очень легко.

Отказ в проведении операции в реестре выдается или направляется обратившемуся лицу не позднее, чем на 5-й день с момента обращения. В таких случаях, прежде чем осуществить передачу акций, необходимо внести

<sup>3</sup> П. 2 Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденного постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 2 октября 1997 г. №27 (ред. от 20 апреля 1998 г.).



изменения в информацию о реквизитах лицевого счета. Эту операцию можно провести в течение трех дней, а можно и в течение одного дня. Есть случаи, когда акционеры, первоначально продавшие акции менеджменту общества, после отказа в проведении операции в реестре по переводу акций с их лицевого счета на счет менеджмента продавали эти же акции захватчику.

Сейчас регистраторы практически не сталкиваются с криминальными и полукриминальными тактиками. Остались ситуации, связанные с фальшивыми советами директоров, «альтернативным» генеральным директором, который пытается обеспечить решение суда или просто договориться с регистратором. Существует также угроза «двойных реестров», особенно в тех небольших обществах (где число акционеров меньше 50), где функции регистратора осуществляет единоличный исполнительный орган, т.е. генеральный директор. Соответственно, как только возникает «альтернативный» генеральный директор, у него появляется альтернативное право на формирование реестра.

Такое общество является идеальным объектом для мошенничества. Собственники считают, что раз они уже все консолидировали, и число акционеров не превышает 50, можно не тратиться на регистратора. Но вдруг у них появляется двойник со вторым советом директоров, который пишет свой реестр и передает его на ведение регистратору уже после всяких махинаций. Вот тут возникает очень забавная вещь. Интуитивно любой официальный орган данным, которые предоставлены регистратором, верит больше, чем данным общества.

**Пример**

В ходе захвата общества агрессор и менеджмент компании-цели провели скупку акций, в результате чего число акционеров стало меньше 50. Совет директоров (еще не обновленный) принял решение о расторжении договора с регистратором и самостоятельном ведении реестра. Однако захватчик, чья позиция оставалась более выгодной в том случае, если бы реестр оставался у регистратора, «размножил» численность акционеров таким образом, что она превысила 50. Регистратор, получив уведомление о расторжении договора и передаче реестра обществу, ответил отказом обороняющейся стороне, поскольку в этом случае ведение реестра должно осуществляться регистратором. При этом была выражена готовность расторгнуть договор и передать реестр новому регистратору. Однако время было упущено, и расторжение договора не состоялось, что было выгодно атакующей стороне.

Сейчас сильно выросла роль регистраторов как счетных комиссий, поскольку законодательство обязало крупные общества пользоваться их услугами в этом качестве. Использование регистратора преследует цель получить нужный результат итогов голосования, чаще всего по вопросам избрания совета директоров и единоличного исполнительного органа.

Следует знать о возможных действиях регистратора при расторжении договора, когда это нежелательно для одного из участников конфликта. Допустим, компания-цель столкнулась с недобросовестностью регистратора, в связи с чем совет директоров принял решение о его смене. Однако компанию-цель подстерегают неприятности в виде противодействия регистратора передаче реестра несколькими способами:

- регистратор направляет в адрес клиента соглашение о расторжении договора с явно неприемлемыми условиями и завышенной ценой за услуги по передаче реестра, тем самым стороны втягиваются в затяжную переписку;

- проводятся обеспечительные меры по запрету передачи реестра; эти меры принимаются с подачи регистратора в рамках судебного дела по иску одного из акционеров компании-цели.

**14. ТЕХНОЛОГИЯ ПРОВЕДЕНИЯ ДРУГИХ ФОРМ РЕОРГАНИЗАЦИИ КОМПАНИИ**

Реорганизация компании, предполагающая создание нескольких самостоятельных предприятий, может быть проведена в форме разделения или выделения (ст. 57 ГК РФ). Возможно также учреждение новых юридических лиц, которым будут переданы выделяемые направления деятельности без реорганизации предприятия. Учреждение новых компаний обосновано в том случае, если планируется передать создаваемым предприятиям только активы. При этом все обязательства (дебиторская и кредиторская задолженность, задолженность по оплате труда и т.д.) по выделяемым видам деятельности останутся у ранее действовавшего предприятия, что негативно скажется на его инвестиционной привлекательности. Реорганизация в форме разделения подразумевает, что прежнее предприятие прекратит свою деятельность как юридическое лицо. В результате компания утратит лицензии, а также возможность использовать узнаваемые на рынке бренды.

Для большинства многопрофильных компаний экономически оправдана реорганизация в форме выделения. Это позволяет реорганизуемой компании продолжить ведение всех лицензируемых видов деятельности, а также передать создаваемым компаниям не только активы, но и соответствующие обязательства.

Реорганизация многопрофильной компании в группу самостоятельных юридических лиц обладает рядом преимуществ:

- узкоспециализированные компании гораздо привлекательнее для инвесторов, поскольку в большинстве случаев можно с высокой степенью достоверности предсказать тенденции их развития;
- те виды деятельности, которые являются непрофильными для реорганизуемого предприятия, могут быть проданы;
- бизнес становится более прозрачным и понятным как в целом, так и по отдельным технологически обособленным направлениям.

Нужно также отметить негативные моменты выделения предприятий:

- рост управленческих расходов;
- существенная потеря управляемости (особенно в случае, когда до разделения управление компанией было централизовано);
- снижение финансовой устойчивости, удорожание кредитных ресурсов.

Поэтому, принимая решение о реорганизации бизнеса и выделении нескольких самостоятельных подразделений, необходимо тщательно оценить все плюсы и минусы (табл. 14.1).

Для осуществления реорганизации компании необходимо последовательно выполнить следующие основные шаги:

- провести полную инвентаризацию имущества и обязательств;
- сформировать план распределения имущества и обязательств;
- составить разделительный баланс;
- провести внеочередное собрание акционеров. На собрании акционеров перед реорганизацией компании должны

быть решены следующие вопросы: форма реорганизации; порядок и условия выделения; создание новых обществ; способ формирования уставных капиталов; утверждение разделительного баланса;

- регистрация выделенных компаний. Оптимально, если дата государственной регистрации новых обществ совпадает с окончанием налогового периода, так как в этом случае нет необходимости делать промежуточное закрытие периода в финансовом учете и составлять дополнительные налоговые декларации.

Таблица 14.1

### КАЛЕНДАРНЫЙ ПЛАН МЕРОПРИЯТИЙ ПО РЕОРГАНИЗАЦИИ

№	Мероприятие	Даты	Сроки, дней
1	Согласование существенных условий реформирования компании с акционерами	26.08.07	-188
2	Утверждение графика мероприятий по формированию разделительного баланса, составление графика проведения и перечня подготовительных мероприятий	13.09.07	-170
3	Расширенная инвентаризация на дату разделительного баланса	13.09.07	-170
4	Начало составления разделительного баланса компании	30.09.07	-153
5	Составление бухгалтерского баланса компании за 9 мес., оформление результатов инвентаризации	30.10.07	-123
6	Разделительный баланс сформирован	30.11.07	-92
7	Проведение внеочередного собрания акционеров по вопросу утверждения разделительного баланса	02.03.07	0
8	Уведомление ИМНС и кредиторов о решении реорганизовать компанию	20.03.07	18
9	Утверждение приказом генерального директора дополнений к учетной политике, назначение ответственных лиц за ведение учета в переходный период и формирование вступительного баланса	20.03.07	18
10	Окончание срока принятия от акционеров требований о выкупе акций	16.04.07	45
11	Окончание срока принятия письменных требований кредиторов	01.05.07	60
12	Государственная регистрация изменений в уставе	17.06.07	107
13	Государственная регистрация новых компаний	28.08.07	179
14	Ожидаемый срок составления фактического вступительного баланса	27.09.07	209

#### Проведение инвентаризации

Прежде чем сформировать проект разделительного баланса, необходимо провести инвентаризацию всего имущества и обязательств реорганизуемой компании. На основании полученных в ходе инвентаризации данных формируются перечни имущества, передаваемого в выделенные общества. Можно порекомендовать включить в форму инвентаризационной описи три дополнительных столбца:

- код строки бухгалтерского баланса, в которой отражено инвентаризируемое имущество (права, обязательства);
- код выделяемой компании, которая по плану должна получить это имущество (права, обязательства);
- код подразделения, которому до реорганизации принадлежит имущество (права, обязательства).

При инвентаризации дебиторской и кредиторской задолженностей следует также вести аналитику по контрагентам (покупатели, расчеты с подотчетными

лицами, расчеты по заработной плате, авансы по поставщикам и подрядчикам и т.д.).

Особое внимание следует уделить регистрации прав собственности на недвижимое имущество. На практике у многих крупных компаний, построенных еще во время существования Советского Союза, по некоторым объектам недвижимости в силу ряда причин регистрации может не быть. В этом случае такую недвижимость не удастся передать в собственность создаваемым компаниям.

#### Распределение имущества и обязательств

Распределение активов и обязательств между выделяемыми компаниями может быть основано на технологическом и территориальном принципах, а также на принципах сохранения исследования.

- Технологический принцип – активы и обязательства распределяются в зависимости от вида деятельности, в котором они используются. В большинстве случаев этот принцип применяется в отношении основных средств, объектов незавершенного строительства, производственных запасов, кредиторской и дебиторской задолженностей, а также при определении правопреимства в отношении договоров, заключенных реорганизуемой компанией.
- Территориальный принцип – активы и обязательства распределяются в зависимости от того, на территории какой компании будет находиться имущество к моменту возникновения прав на него. Как правило, применяется в отношении общехозяйственных объектов (спортивные центры, столовые и т.д.).
- Принцип сохранения – активы и обязательства не распределяются на выделяемые компании. Такой подход может быть использован в отношении прав и обязанностей, связанных с уплатой налогов, причинением вреда жизни и здоровью работников, которые возникли до момента реорганизации.
- Принцип следования применим к распределению обязательств (кредиторская задолженность и займы). Обязательства передаются той выделенной компании, в которую переданы активы, приобретенные на заемные средства.

В зависимости от целей реорганизации бизнеса акционеры могут выдвигать различные требования к порядку распределения имущества. В качестве сравнительного показателя справедливого распределения целесообразно использовать коэффициент баланса денежных потоков (КДП), который определяется как соотношение положительных и отрицательных денежных потоков за период (до пяти лет) с момента выделения компаний:

$$\text{КДП} = \frac{\text{Денежные средства и их эквиваленты} + \text{Дисконтированная ДЗ} + \text{Дисконтированные средства от продажи непрофильных активов и избыточных запасов}}{\text{Дисконтированная КЗ} + \text{Дисконтированная сумма НДС к уплате в бюджет}}$$

Если разница коэффициентов баланса денежных потоков по выделенным компаниям не превышает 5%, считается, что активы и обязательства распределены экономически справедливо. В противном случае необходимо заново перераспределить наиболее ликвидные активы (денежные средства, дебиторскую задолженность со сроком погашения до 90 дней). После этого заново пересчитывается значение показателя баланса денежных потоков.

### **Формирование уставных капиталов выделенных компаний**

Существует два наиболее распространенных способа формирования уставных капиталов компаний, выделяемых при реорганизации:

- распределение акций выделяемых обществ между акционерами реорганизуемой компании;
- конвертация акций реорганизуемой компании в акции выделяемых обществ.

При распределении акций формирование уставных капиталов выделенных обществ осуществляется за счет собственных средств реорганизуемой компании (добавочного капитала и нераспределенной прибыли). Уставный капитал реорганизуемого общества не изменяется.

Конвертация акций реорганизуемой компании в акции выделяемых обществ, как правило, осуществляется, только если не хватает собственных средств (добавочного капитала и нераспределенной прибыли). В этом случае уставный капитал выделяемых предприятий формируется за счет уменьшения уставного капитала реорганизуемой компании.

### **Составление и утверждение разделительного баланса**

Разделительный баланс служит основанием для передачи имущества и обязательств в выделяемые общества. Он представляет собой комплект документов, включающий бухгалтерскую отчетность, а также перечни имущества, прав и обязательств. Разделительный баланс должен быть утвержден на общем собрании акционеров, в противном случае реорганизация будет признана недействительной.

Разделительный баланс включает следующие документы и формы отчетности:

- бухгалтерскую отчетность компании до реорганизации в объеме годовой бухгалтерской отчетности;
- бухгалтерский баланс реорганизуемой компании и вступительные бухгалтерские балансы выделяемых компаний после реорганизации;
- инвентаризационные описи имущества, прав и обязательств компании до реорганизации;
- перечни имущества, прав и обязательств реорганизуемой компании и выделяемых обществ после реорганизации.

К документам, входящим в разделительный баланс компании, относятся также правила распределения имущества и обязательств между реорганизуемой компанией и выделяемыми предприятиями за период с даты составления разделительного баланса до государственной регистрации выделенных компаний.

### **Переходный период**

Время с момента утверждения на собрании акционеров разделительного баланса до фактической регистрации выделенных юридических лиц может составлять от нескольких месяцев до года (переходный период). При этом компания не останавливает свою хозяйственную деятельность, что приводит к изменениям в активах и обязательствах. Для распределения на выделяемые компании результатов деятельности в переходный период утверждаются правила распределения активов и обязательств переходного периода. Нужно отметить, что принципы распределения имущества не отличаются от тех, которые были использованы при формировании разделительного баланса. Договоры, заключаемые после проведения собрания акционеров, должны содержать указание, какой выделяемой компании они будут

переданы для исполнения. Это позволит избежать проблем с распределением возникающих обязательств и активов.

### **Риски реструктуризации**

Условно все риски реструктуризации могут быть разделены на риски признания процедуры реорганизации недействительной и риски существенных финансовых потерь.

Реорганизация может быть признана недействительной в случае, если в ходе выполнения проекта будут нарушены действующее законодательство, процедуры принятия решений и работы с акционерами, а также порядок уведомления кредиторов о реорганизации.

Риск финансовых потерь связан с правом акционеров требовать от реорганизуемой компании выкупа принадлежащих им акций. Акционер вправе предъявить требование о выкупе акций не позднее 45 дней с момента принятия решения о реорганизации. Компания обязана выкупить акции в течение 30 дней с момента предъявления их к выкупу. При этом цена акций утверждается советом директоров, и сумма выкупа не может превышать 10% чистых активов компании на дату принятия решения о реорганизации.

После принятия решения о реструктуризации кредиторы могут также потребовать досрочного погашения долгов (п. 2 ст. 60 ГК РФ; п. 6 ст. 15 Закона об АО). Поэтому можно порекомендовать разъяснять кредиторам цели проводимой реорганизации и ожидаемый от этого эффект, что позволит избежать лавинообразного роста требований об уплате долгов, а также спланировать объем денежных средств на погашение кредиторской задолженности.

Реорганизация юридического лица сопряжена с налоговыми рисками, что обусловлено недостаточно четкой регламентацией в налоговом законодательстве порядка налогообложения отдельных операций в процессе реорганизации. Так, в соответствии с Федеральным законом от 22 июля 2005 г. №118-ФЗ «О внесении изменений в главу 21 части второй Налогового кодекса Российской Федерации» при передаче активов правопреемнику суммы НДС, принятые реорганизуемой компанией к вычету, не подлежат восстановлению и уплате в бюджет (п. 8 ст. 162.1).

В то же время Федеральным законом от 22 июля 2005 г. №119-ФЗ «О внесении изменений в главу 21 части второй Налогового кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений актов законодательства Российской Федерации о налогах и сборах» в подп. 2 п. 3 ст. 170 НК РФ внесена норма, имеющая неоднозначное толкование. В частности, при буквальном ее прочтении можно сделать вывод о том, что в вышеизложенной ситуации требуется восстановить НДС и отнести его на прочие расходы. Этот пункт, не отменяя соответствующих норм Закона №118-ФЗ, вводится в действие с 1 января 2006 г. Несмотря на то, что в соответствии с п. 7 ст. 3 НК РФ все неустраимые противоречия законодательства о налогах и сборах толкуются в пользу налогоплательщика, не исключена вероятность предъявления налоговыми органами требований о восстановлении и уплате в бюджет сумм НДС с остаточной стоимости всех передаваемых правопреемнику активов. Уплата налога в данной ситуации может крайне негативно повлиять на финансовое состояние реорганизуемых компаний.

В момент реорганизации компания подвержена максимальному риску утраты активов, частичному или полному враждебному поглощению конкурентами, а также предъявлению претензий со стороны кредиторов. Реорганизацию могут замедлить или остановить акционеры, государственные органы или кредиторы.

## 15. БИЗНЕС-КЕЙСЫ

### Бизнес-кейс 1. Алгоритм стратегии M&A

Рассмотрим типовые формы поведения компании при реализации стратегии с использованием механизмов M&A, а также выделить основные преимущества и недостатки слияний и поглощений как стратегии компании. Данный алгоритм поведения рассмотрим в форме бизнес-кейса для лучшего отображения ситуации на рынке.

Для примера возьмем отрасль, в которой функционируют примерно 100 производителей, а объем рынка оценивается в 10 млрд. долл. Структура отрасли в рассматриваемый момент выглядит следующим образом. Игроков рынка условно делим на четыре группы:

- пять предприятий в общей сложности контролируют 35% рынка, на долю каждого из них приходится примерно 7%;
- на долю 10 предприятий приходится половина всего объема рынка, доля каждого измеряется в районе 5%;
- еще 10 предприятий контролируют по 1% рынка, занимая в общей сложности 10%;
- на долю оставшейся группы (75 предприятий) приходится 5% рынка.

Рассмотрим особенности стратегии слияния и поглощения для компании из каждой группы. Для наглядности выделим из каждой группы по одному игроку. Так, например, компания **A** будет представлять первую группу игроков, компания **B** – вторую группу, компания **C** и **D** соответственно третью и четвертую группу.

### I. Стратегия компании A

#### Приобретение лидером лидера

Приобретение компании из первой группы позволяет компании **A** занять 14% рынка, что делает ее бесспорным лидером рынка с капитализацией 1,4 млрд. долл. Компания **A** начинает доминировать на рынке, что позволяет ей перераспределять в свою пользу денежные потоки, формировать свою ценовую политику, в целом влиять на формирование и развитие отрасли. К тому же доминирующее положение позволяет компании привлекать значительные финансовые ресурсы по более низкой цене, снижает стоимость обслуживания займов, а также делает ее привлекательной для иностранных инвестиций.

#### Приобретение ключевых игроков рынка

Приобретение игроков из второй группы позволяет компании занять лидирующие позиции в отрасли с объемом рынка в 12%, к тому же компания становится ключевым игроком данной отрасли с хорошей перспективой роста. Для данного приобретения снижается стоимость привлекаемых кредитных ресурсов, что позволяет расширить круг источников привлечения заемных средств, ощущается эффект от экономии на масштабе рынка.

Следует также отметить, что приобретение компаний из первой и второй групп позволяет при слиянии (в случае выхода на международный рынок) компании с

мировым игроком рынка получить большую долю в данной объединенной структуре.

В итоге приобретение компанией **A** активов из первой и второй групп дает примерно одинаковые, как положительные, так и отрицательные, эффекты (табл. 15.1).

Таблица 15.1

### РЕЗУЛЬТАТЫ СТРАТЕГИИ M&A ДЛЯ КОМПАНИИ A ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ ИГРОКОВ ИЗ 1-Й И 2-Й ГРУПП

Плюсы	Минусы
Приобретается ликвидный актив, способствующий повышению капитализации компании	Для данной стратегии требуется привлечение значительных финансовых ресурсов
Значительно увеличивается занимаемая компанией доля рынка	Возможно, потребуется разрешение со стороны антимонопольных органов (ФАС)
Приобретение приводит к получению значительного эффекта от масштаба производства (синергетический эффект)	Наличие активного противодействия других игроков рынка (1-я и 2-я группы) с целью недопущения отрыва 1-го игрока в лидеры отрасли
Расширяется круг источников привлечения заемных средств, а также их доступность (возможность использования альтернативных источников)	-
Лидерство дает возможность формирования своей ценовой политики	-
Игрок делается привлекательным для иностранных инвесторов	-

Такая стратегия очень привлекательна для игроков, так как таит в себе значительные перспективы. Однако в силу острой конкуренции между лидерами рынка такие сделки осуществляются не так часто и в большинстве своем имеют форму слияния, когда каждый из игроков получает свою долю в объединенной структуре.

#### Приобретение лидером простых игроков рынка

Приобретение игроков из третьей группы позволяет компании **A** занять примерно 8% рынка с капитализацией в размере 0,8 млрд. долл. Данное приобретение не дает возможности компании **A** значительно оторваться от группы лидеров, однако позволяет значительно укрепить свои позиции в группе, получить некоторые конкурентные преимущества и т.д.

#### Приобретение лидером разрозненных игроков рынка

Приобретение игроков 4-й группы не дает каких-либо значительных изменений компании **A** в занимаемой ею позиции в отрасли, доходность компании повышается незначительно. Однако, как показывает практика, приобретение компании из данной группы игроков позволяет решать некоторые локальные и специфические задачи компании **A**, такие как географическая диверсификация, получение известного или раскрученного бренда, доступа к сырьевым запасам, приобретение актива в производственной цепочке конкурента, возможность получения специфичной технологии или ноу-хау и пр.

В итоге приобретение компанией **A** активов из 3-й и 4-й групп дает следующие положительные и отрицательные эффекты от их приобретения (табл. 15.2).

Таким образом, стратегию компании **A** при использовании механизма слияний и поглощений для приобретения активов отрасли можно свести к следующему.

Наиболее перспективными и экономически оправданными являются поглощения компаний 1-й и 2-й групп, которые позволяют компании занять лидирующее положение в отрасли и получить максимальную отдачу от таких сделок. Другим положительным моментом является то, что, как правило, стоимость привлекаемых денежных средств в дальнейшем снижается на 3-6%. К тому же данные приобретения привлекают к компании крупные инвестиционные институты, что сулит ей хорошие перспективы и возможности. Поэтому данная стратегия должна рассматриваться компаниями, использующими механизм M&A в своем развитии.

Таблица 15.2

**РЕЗУЛЬТАТЫ СТРАТЕГИИ M&A ДЛЯ КОМПАНИИ А ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ ИГРОКОВ ИЗ 3-Й И 4-Й ГРУПП**

Плюсы	Минусы
Не требуется привлечения значительных финансовых ресурсов (как правило, основная часть финансирования таких сделок M&A осуществляется за счет собственных средств компании)	Не происходит изменений в расстановке сил в отрасли
Появление возможности решать отдельные специфические задачи компании (логистика, сырьевая база, технология, бренд и т.д.)	Нет эффекта синергии
Укрепляются позиции компании на рынке	При неправильном выборе цели (или переоценке ликвидности объекта приобретения) могут случиться финансовые потери
Не требуется получения разрешения ФАС	-

Приобретение же компаний из 3-й и 4-й групп при краткосрочной стратегии нецелесообразно (даже с точки зрения выгодного приобретения), так как не позволяет компании достичь значительных результатов от таких слияний и поглощений, а также не приводит к каким-либо изменениям в отрасли. В большей степени это приводит к ненужному отвлечению денежных средств компании. Оправданность таких приобретений может служить только необходимостью решения специфических задач компании.

**II. Стратегия компании В**

**Приобретение ключевым игроком лидеров рынка**

Приобретение игроков из 1-й группы дает возможность компании В стать лидером отрасли, занять примерно 12% доли рынка с капитализацией 1,2 млрд. долл. У компании В появляется возможность более полноценно использовать весь возможный спектр источников привлечения внешнего финансирования, снижается стоимость обслуживания заемных средств, увеличивается доходность и расширяются возможности роста и т.д.

**Приобретение ключевым игроком себе подобного**

Приобретение компании из 2-й группы приводит к появлению нового крупного игрока рынка (с 10% долей рынка), что приводит к резкому ужесточению конкуренции в данном сегменте рынка, перераспределению денежных потоков и пр. Усиление конкуренции заставляет

компанию увеличивать свои расходы на рекламные бюджеты, разработку новой продукции, исследования и т.д. К тому же данное изменение в отрасли приводит к повышению стоимости активов игроков из других групп, в частности, 2-й и 3-й.

В итоге приобретение компанией В активов из 1-й и 2-й групп дает следующие положительные и отрицательные эффекты (табл. 15.3).

Таблица 15.3

**РЕЗУЛЬТАТЫ СТРАТЕГИИ M&A ДЛЯ КОМПАНИИ В ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ ИГРОКОВ ИЗ 1-Й И 2-Й ГРУПП**

Плюсы	Минусы
Приобретается ликвидный актив, повышается капитализация компании	Требуется привлечение значительных заемных средств
Увеличивается доля рынка, занимаемая компанией В	Ужесточается конкурентная борьба среди группы лидеров
Возникает синергетический эффект	Приводит к ответным мерам со стороны конкурентов с целью недопущения возникновения нового крупного игрока рынка
Увеличивается доступность привлечения финансовых ресурсов и их альтернативность	Возможно, потребуется разрешение ФАС
Появляется возможность влиять на рынок, в том числе посредством ценовой политики	-

Приобретение данных игроков не просто экономически выгодно, но и стратегически необходимо для создания требуемых предпосылок дальнейшего роста компании.

**Приобретение ключевым игроком остальных игроков рынка**

Приобретение компаний из 3-й и 4-й групп значительно укрепляет положение компании В на рынке, приближает к группе лидеров, формирует предпосылки для дальнейшего роста. Как правило, позволяет решать локальные задачи компании, хотя и не дает значительных преимуществ перед конкурентами, а также не приводит к возникновению эффекта от масштаба производства и т. п.

Эффективность приобретения компанией В игроков из 3-й и 4-й групп выражена в положительных и отрицательных моментах (табл. 15.4).

Таблица 15.4

**РЕЗУЛЬТАТЫ СТРАТЕГИИ M&A ДЛЯ КОМПАНИИ В ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ ИГРОКОВ ИЗ 3-Й И 4-Й ГРУПП**

Плюсы	Минусы
Укрепляются позиции компании на рынке	Нет значительных изменений в отрасли
Расширяется географическое присутствие компании на рынке	Компания делается привлекательным объектом для поглощения со стороны игроков 1-й и 2-й групп
Появляется возможность решать специфические и локальные задачи компании	-
Не требуется разрешения ФАС	-

Таким образом, стратегия компании В при сделках M&A дает «билет» в группу лидеров отрасли со всеми вытекающими отсюда последствиями. Расширяются финансовые возможности компании (появляется возможность привлечения крупных синдицированных кредитов, проведения облигационных и вексельных программ), она делается привлекательной для вложений со стороны западных инвесторов (портфельных), фор-

мируются предпосылки для дальнейшего активного развития M&A стратегии компании. В то же время изменение в расстановке сил на рынке приводит к обострению конкурентной борьбы, повышает роль и стоимость игроков 3-й и 4-й групп.

### III. Стратегия компаний С и D

#### Приобретение лидеров рынка

Приобретение компаниями С и D игроков из первой и второй групп можно отнести скорее к мегапроектам, нежели к реальной стратегии развития компаний (так как вероятность таких сделок крайне мала в силу необходимости привлечения значительных финансовых ресурсов, для обеспечения которых у игроков данной группы отсутствуют необходимые активы), и следует расценивать в большей степени как заявку на лидерство (входной билет) в отрасль. Как правило, данная стратегия используется компаниями при диверсификации бизнеса (когда из одного сегмента рынка перераспределяются средства в другой) или когда существует третье лицо, выступающее гарантом обеспечения привлекаемых средств для скупки активов.

#### Купля-продажа между игроками, занимающими незначительную долю рынка

Приобретение компанией С и D игроков из своей группы (себе подобных) позволяет компании укрепить свои позиции в группе, заявить о себе как о лидере данного группового сегмента отрасли (путем консолидации более мелких игроков данного рынка), повышает стоимость компании и делает ее привлекательным объектом поглощения со стороны игроков 1-й и 2-й групп, что позволяет в дальнейшем выгодно продать бизнес.

Основные положительные и отрицательные параметры таких слияний и поглощений можно выразить в следующем (табл. 15.5).

Таблица 15.5

#### РЕЗУЛЬТАТЫ СТРАТЕГИИ M&A ДЛЯ КОМПАНИЙ С и D ПРИ ПРИОБРЕТЕНИИ ДРУГИХ ИГРОКОВ

Плюсы	Минусы
Формируется добавочная стоимость игрока данного группового сегмента	Для получения значительного экономического эффекта требуется консолидация нескольких игроков рынка
Появляется возможность продажи бизнеса стратегическому инвестору	Возможны проблемы с интеграцией отдельных производств
Не требуется разрешения ФАС	-
Отсутствует на данном этапе приобретений активное конкурентное противостояние игроков рынка M&A	-
Не требуется значительных финансовых средств	-

Таким образом, стратегия компаний С и D должна строиться прежде всего на повышении капитализации своего актива, стремлении перехода в другую позиционную группу, формировании базы для дальнейшей роста компании. Возможно также использование механизма M&A в спекулятивных целях – скупка небольших активов с целью формирования более крупного и ликвидного актива (с долей рынка 5–6%) для дальнейшей реализации его крупным игрокам или активного позиционирования на рынке.

### Бизнес-кейс 2. Критерии выбора способа финансирования

Для более наглядной демонстрации критерия отбора способа привлечения финансирования для сделок слияний и поглощений стоит рассмотреть алгоритм такого выбора. Представим его в виде бизнес-кейса. Допустим, существуют два игрока рынка: компания А и компания В, которые хотят приобрести компанию С. Для каждой из этих компаний существуют свои исходные данные, которые представлены в табл. 15.5.

Таблица 15.6

#### ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОМПАНИЙ А И В

Показатель	Компания А	Компания В
Размер компании, млн. долл.	40	100
Наличие собственных средств для реализации сделки M&A, млн. долл.	2	0
Готовность компании к выходу на публичный рынок	Высокая	Низкая
Срок реализации проекта, лет	1	1
Стоимость компании С, млн. долл.	14	14
Потребность в финансировании, млн. долл.	7	10
Наличие крупных долговых обязательств	Нет	Да
Стоимость публичного размещения, в % от объема размещения	10	7

Исходя из данной ситуации рассмотрим, какие способы может использовать каждая из компаний и какой из них наиболее эффективный при реализации сделки M&A (табл. 15.7).

Таблица 15.7

#### ВОЗМОЖНЫЕ ВИДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ДЛЯ КОМПАНИЙ А И В

Показатель	Кредит	Вексель	Облигации	ИРО
Компания А	+	+	+/-	-
Компания В	-	+	+	-

### I. Выбор способа финансирования для компании А

Компания А может использовать практически все инструменты привлечения финансирования для поглощения компании С, за исключением публичного размещения акций (ИРО). Невозможность использования фондового рынка для привлечения необходимого капитала, даже при условии высокой готовности компании к размещению, заключается в малом размере компании. Низкая капитализация объясняет и высокую стоимость привлечения (расходы андеррайтера, консультантов и т.д.). Так, при размещении 30%-ного пакета акций компания сможет привлечь только 10,8 млн. долл. Даже при прибавлении к нему собственных свободных средств компании в размере 2 млн. долл. общий объем составит всего 12,8 млн. долл., что не позволяет приблизиться к сумме сделки. При этом размещение большего пакета акций на рынке для привлечения большего объема нецелесообразно, так как высока вероятность потери контроля над бизнесом. К тому же низкая стоимость компании не делает ее акции ликвидными, существует большая вероятность низкого интереса к ним со стороны широкого круга инвесторов, в результате чего компания может не получить запланированных средств в связи с отсутствием спроса. Таким образом, риск использования такого вида финан-

сирования высок, и мы его исключаем как возможный способ привлечения необходимых средств.

Использование облигаций для привлечения финансирования возможно, но, как и в случае с IPO, акции компании недостаточно ликвидны, что может помешать их эффективному размещению и привлечению необходимых средств. Данный вид привлечения денежных средств будем рассматривать в последнюю очередь в случае неэффективности других источников.

Использование кредита и вексельной программы для привлечения средств в данной ситуации является наиболее привлекательным инструментом, так как у компании достаточное залоговое обеспечение и у нее высокая степень готовности выхода на публичный рынок, что благоприятно отразится на размещении векселя при выборе этого способа финансирования.

Таким образом, для компании **A** наиболее целесообразным и эффективными способами привлечения финансирования будут являться кредит и вексель. К положительным моментам данного выбора относится создание положительного кредитного имиджа компании, что позволит в дальнейшем перейти на рынок облигаций.

## II. Выбор способа финансирования для компании **B**

Размер компании **B** позволяет использовать все виды финансирования. Однако наличие крупных долговых обязательств и недостаточность времени для реализации проекта M&A не позволяют использовать такие виды финансирования, как кредит и фондовый рынок. Первый связан с наличием долгового обременения, для чего компания будет вынуждена искать либо дополнительное обеспечение, либо гарантии третьих лиц. Во втором случае (финансирование путем выхода на фондовый рынок) отсутствует достаточное количество времени для подготовки выхода на публичный рынок и проведения эффективного размещения.

Поэтому для привлечения финансирования компании **B** следует рассматривать вексельные и облигационные рынки. Использование данного вида привлечения средств наиболее эффективно в данной ситуации. Компания соответствует требованиям этих рынков, и срок, который требуется для их реализации, достаточен, чтобы рассматривать их как привлечения финансирования.

*Лысенко Денис Владимирович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Материалы статьи «Анализ эффективности слияний и поглощений» актуальны и востребованы для учебного процесса. Отличительной чертой материалов является их иллюстративность, последовательность изложения этапов и методическая полнота. Статья раскрывает технологии управления эффективностью и специфику этапов проведения сделок слияния и поглощения. Материалы статьи окажут помощь в изучении спецкурса «Слияние и поглощения», а также окажут методическую помощь в оценке эффективности сделок слияния и поглощения, в их организации и проведении на практике.

Предложенные в статье методы решения теоретико-методологических и организационно-методических задач слияния и поглощения с учетом западного опыта способствуют повышению обоснованности и качественного уровня принятия управленческих решений на предприятии, оптимизации затрат на проведение сделки, получения большего синергетического эффекта, установления контроля на каждом этапе проведения сделок, управление стоимостью сделки, контроля степени достижения стратегических целей и задач поставленных перед руководителями.

*Пласкова Н.С., к.э.н., доцент кафедры бухгалтерского учета, анализа и аудита Российского государственного торгового-экономического университета*

## 3.9. ANALYSIS OF EFFICIENCY OF MERGES AND ABSORPTION

D.V. Lysenko, Candidate of Science (Economic), the Senior Lecturer of Faculty of the Account, the Analysis and Audit of Economic faculty of the Moscow State University it. M.B. Lomonosov

Efficiency of activity of the organization in modern conditions of managing depends on acceptance of duly and economically expedient administrative decisions. Various conditions of development of the company demand from managers of specific knowledge, with reference to this or that level of development of business. One of ways of dynamical development of the company, and also increase in volume of the market and increase of capitalization of the organization is merge and absorption of other subjects of managing. Choosing a way of development of the company through merge and absorption, it is necessary to possess such competence, beginning from technology of a choice of object of the transaction and finishing procedure of carrying out of the transaction and integration of business.

Materials of clause promote formation at experts of theoretical and practical skills in development and acceptance of the effective administrative decisions based on deep analytical study of a material; possession of techniques of definition of efficiency of transactions of merge and absorption, methods of calculation synergetics effects, the advanced administrative technologies of carrying out of transactions and integration of business; development system both scales in development and realizations of strategic problems.