

10. БИЗНЕС-РЕИНЖИНИРИНГ

10.1. АНАЛИЗ ЭТАПОВ И МЕХАНИЗМОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ

Гармаш И.А., аспирант

*Российский государственный
торгово-экономического университета*

В статье автором рассматривается достаточно актуальный для современной экономики вопрос – слияние и поглощение компаний. Автором проанализированы различные стратегии и этапы данных сделок. В статье также приводятся различные варианты стратегий для препятствия в проведении или подведении к такому роду сделок.

ВВЕДЕНИЕ

Данные проведенного нами исследования свидетельствуют о том, что к осуществлению сделок слияний и поглощений компаний подталкивают различные факторы, которые можно объединить в две основные группы: внешние и внутренние.

- К внешним относятся факторы, снижающие эффективность деятельности компании, такие как изменение конкурентной среды, глобализация и макроэкономические сдвиги, государственное регулирование.
- К внутренним факторам относится возможность реализовать эффекты синергии, такие как доступ к новым технологиям, рынкам сбыта, расширение клиентской базы, а также экономия на масштабах производства. Отдельным фактором могут выступать личные мотивы собственников и менеджеров – их желание разработать новую стратегию развития компании, которая может включать в себя сделки по слиянию / поглощению.

Как правило, любую сделку на рынке слияний и поглощений можно разбить на четыре основные стадии:

- выбор объекта и анализ рынка;
- выработка стратегии;
- организация и проведение сделки;
- интеграция поглощенной компании.

Выбор объекта и анализ рынка

Основной задачей на данном этапе является детально изучение и правильная оценка рынка и возможностей компании по достижению эффекта синергии. Именно точная оценка определяет успех или провал будущей сделки.

Исследование показало, что для выбора объекта сделки компания, которая планирует произвести приобретение, должна осуществить, как правило, ряд подготовительных действий.

- Анализ отрасли. Компания выбирает отрасль для поглощения, проектирует динамику ее роста и структуру, определяет и прогнозирует расстановку сил, воздействие макроэкономических факторов, изучает возможности технологических, законодательных и конкурентных изменений, колебаний спроса.
- Самооценка. Выбрав отрасль, компания анализирует собственное положение, определяя свои навыки, за счет которых можно создать стоимость в поглощенной компании, оценивает возможности для создания синергетических эффектов.
- Оценка кандидатов на слияние или поглощение. Сопоставление собственных ожиданий от слияния и параметров кандидатов – таких как операционные характеристики, структура собственности, финансовые показатели – позволяет определить наиболее привлекательных из них.
- Определение возможностей для создания синергетического эффекта. Успех сделки во многом зависит от способно-

сти реально оценить возможности создания стоимости в результате интеграции сбытовых, производственных, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, уменьшения штата, трансфера технологий и т.п.

- Определение возможностей для создания стоимости за счет реструктуризации компании. Потенциально прибыльными компаниями часто плохо управляют, и за счет их реструктуризации – создания новых стратегических и операционных возможностей, финансовой оптимизации, продажи или приобретения новых активов – можно создать значительную стоимость. Определяя возможности для реструктуризации, важно помнить, что слияние или поглощение всегда означает перемены в обеих компаниях и их можно с выгодой использовать для проведения преобразований.
- Финансовая оценка кандидата. На этом этапе проводится оценка стоимости поглощаемой компании с применением внутренних (дисконтированных денежных потоков с учетом синергетических эффектов) и внешних показателей (рыночные оценки, прецеденты аналогичных сделок и т.д.). Начинать сделку можно только в том случае, если по результатам анализа выясняется, что стоимость, которую удастся создать в результате слияния или поглощения, с лихвой покрывает затраченные средства.

Выработка стратегии

На данном этапе необходимо выбрать оптимальную форму стратегии, наметить основные задачи и расставить приоритеты.

В результате проведенного исследования мы можем утверждать, что компании могут выбрать одну из нескольких основных стратегий, исходя из которых данную деятельность можно классифицировать, а именно:

- горизонтальные слияния и поглощения (цель – увеличение масштаба, консолидация в рамках отрасли);
- вертикальные слияния (цель – обеспечение экономической безопасности и усиление рыночных позиций);
- слияния конгломератного вида (цель – расширение продуктового набора, расширение географии бизнеса, выход в более технологические отрасли, доступ к новым технологиям).

Несмотря на разнообразие данных стратегий, все слияния и поглощения объединяет одно – необходимость эффективнее других извлекать стоимость из полученного актива. Сделать это удастся при условии, что сделка совершается в рамках общей корпоративной стратегии: это позволяет максимально полно задействовать имеющиеся в компании активы и навыки.

Организация и проведение сделки

На данном этапе происходит структурирование и непосредственное проведение сделки поглощения. Участие в этом процессе профессиональных консультантов является для компаний непременным условием, поскольку консультанты помогают разработать план необходимых корпоративных мероприятий по осуществлению сделки, могут выступить платежными агентами покупателя и провести все необходимые расчеты по сделке.

Существует несколько вариантов проведения сделки. Выбор того или иного зависит от множества факторов:

- насколько дружественны стороны;
- кто выступает инициатором сделки (продавец или покупатель);
- какие компании объединяются (публичные или частные);
- сколько сторон участвует в переговорном процессе (контролируемый аукцион или двусторонний процесс).

Основные традиционные стадии одного из возможных вариантов организации двустороннего переговорного процесса.

- Первоначальный контакт. На этом этапе проводится первое знакомство компаний, происходит обмен обзорными материалами, обсуждается принципиальная заинтересованность сторон и заключается соглашение о конфиденциальности.
- Первоначальный due diligence. Назначением процедуры является оценка выгоды предстоящего поглощения путем анализа всех прошлых, настоящих и прогнозируемых будущих аспектов приобретаемого бизнеса. На втором этапе стороны раскрывают контрагенту детальную, в основном конфиденциальную, информацию, как правило, впрочем, не всю, а лишь ту, разглашение которой не нанесет существенного урона. Например, сведения об объеме продаж обычно передаются не по отдельным контрактам с клиентами, а в целом. На основе этих данных строится финансовая модель и проводится первоначальная оценка стоимости поглощаемой компании. Обсуждения проходят неформально, так как вопрос цены и структуры сделки обычно не поднимается.
- Подписание меморандума о намерениях или соглашения о поглощении. На этом этапе подписывается меморандум о намерениях (традиционно он не обязывает стороны заключать сделку), в ходе переговоров достигается первичное соглашение по стоимости сделки, ее структуре. На данном этапе покупатель должен заручиться обязательством продавца содействовать проведению процедуры due diligence и гарантировать доступ к служебной к персоналу, служебным помещениям, документам.
- Окончательный due diligence. Действия на этом этапе зависят от результатов первоначального due diligence и принципиально отличаются только степенью раскрытия информации. На основе выверенной информации уточняется стоимость поглощаемой компании, и договоренности, содержащиеся в меморандуме о намерениях, могут измениться.
- Заключение сделки. Кроме переговоров для определения окончательной цены и структуры сделки и формального юридического оформления всех необходимых документов на этом этапе начинается предварительное планирование интеграции.
- Закрытие сделки. В ожидании одобрения регулирующих органов на этом этапе руководство активно взаимодействует с менеджерами компании, инвесторами, аналитиками и прессой. Это – первый шаг к интеграции.

Интеграция компаний, на наш взгляд, является одной из сложнейших управленческих задач, в этом процессе есть масса тонкостей, и компании очень часто совершают ошибки и просчеты. Несмотря на большой опыт объединений, алгоритма интеграции не существует – слишком большое значение имеет специфика объединяющихся компаний. Можно лишь сказать, что успех интеграции зависит не только от того, насколько тщательно спланирована работа и определены обязанности, но и от того, удастся ли реализовать уникальные возможности, появляющиеся в результате трансформации компаний. По статистике в 70% случаев сделки слияний и поглощений не достигают поставленных целей, в основном из-за переоценки собственных возможностей и несвоевременных процессов интеграции поглощаемой компании.

Помимо самого механизма осуществления сделки, инициаторы должны выбрать ту тактику поведения, которая будет в большей степени способствовать достижению желаемого результата. Из множества различных тактик слияний и поглощений нами далее приводятся основные их виды.

Во многих случаях сделки проводятся по взаимному согласованию между менеджерами обеих компаний. Однако часто бывает, что компания-инициатор в обход менеджеров компании-мишени обращается непосред-

ственно к акционерам. Существует два способа такого обращения.

1. Борьба за доверенности – это попытка найти поддержку среди определенной части акционеров компании-мишени на очередном ежегодном акционерном собрании. Этот способ называют борьбой за доверенности, поскольку право голосования чужими акциями называется доверенностью. Ведение таких боев за доверенности обходится дорого, и из них трудно выйти победителем.
2. Тендерное предложение – традиционное определение данного термина звучит как «общее обнародованное предложение отдельного лица или группы лиц купить акции публичной компании за цену, значительно превышающую текущую рыночную цену».

Тендерное предложение может быть реализовано двумя способами.

- Двухъярусное предложение, при котором покупатель (обычно враждебный) устанавливает срок для высокой начальной цены. Тот, кто продает покупателю акции после этого срока, получает более низкую цену. Такой подход был популярен в США в 1980-х гг., но сейчас это редкое явление.
- Частичное предложение, при котором поглощающая компания объявляет максимальное количество акций, которое она намеревается приобрести, но не раскрывает своих планов относительно остальных акций.

Оба этих способа тендерных предложений ставят целью снижение совокупной цены приобретения акций компании-мишени и одновременно стимулируют акционеров поглощаемой компании быстрее продать свои акции, обещая более высокую цену при покупке стартового пакета акций. Подобного рода сделки часто вызывают сопротивление менеджмента поглощаемой компании.

Исходя из этого, существует множество защитных мер, препятствующих агрессивному поглощению:

Защита до предложения

К основным мерам, препятствующим агрессивному поглощению компании служат следующие «противоаккулы» поправки к уставу компании:

- разделенный совет. Суть данной меры состоит в том, что совет делится на три равные группы. Каждый год избирается только одна группа. Таким образом, захватчик не может получить контроль над мишенью сразу же после получения большинства голосов;
- супербольшинство. В отличие от простого большинства голосов, достаточного для принятия большинства решений, для одобрения слияния необходим более высокий процент акций, обычно – 80%;
- справедливая цена. Ограничивает слияния акционерами, владеющими более, чем определенной долей акций в обращении, если не платится справедливая цена (определяемая формулой или процедурой оценки).

К дополнительным мерам превентивного характера относятся следующие:

- «ядовитая пилюля». 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;
- екапитализация высшего класса состоит в том, что происходит распространение обыкновенных акций нового класса с более высокими правами голоса, что позволяет менеджерам компании-мишени получить большинство голосов без владения большей долей акций.

Защита после предложения

К мерам, препятствующим агрессивному поглощению, можно отнести:

- защита Пэкмена. Компания осуществляет контрнападение на акции захватчика;
- тяжба. Возбуждается судебное разбирательство против захватчика за нарушение антитрестовского закона или закона о ценных бумагах;
- реструктуризация активов заключается в том, что происходит покупка активов, которые не понравятся захватчику или которые создадут антитрестовские проблемы. Продажа «бриллиантов короны», т.е. активов, которые нравятся захватчику;
- реструктуризация обязательств – это выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров. Выкуп акций с премией у существующих акционеров.

Указанные меры позволяют компании во многих случаях успешно сопротивляться попыткам агрессивной аквизиции.

Литература

1. Гражданский кодекс РФ [Электронный ресурс] : часть первая от 30 нояб. 1994 г. №51-ФЗ ; часть вторая от 26 янв. 1996 г. №14-ФЗ ; часть третья от 26 нояб. 2001 г. №146-ФЗ ; часть четвертая от 18 дек. 2006 г. №230-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Об акционерных обществах [Электронный ресурс] : федер. закон от 26 дек. 1995 г. №208-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. Об обществах с ограниченной ответственностью [Электронный ресурс] : федер. закон от 8 февр. 1998 г. №14-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : федер. закон от 22 апр. 1996 г. №39-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : федер. закон от 5 марта 1999 г. №46-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
6. Бекье М. Путеводитель по слиянию [Текст] / М. Бекье // Вестник McKinsey. – 2003. – №2.
7. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны [Текст] / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 2009. – №3.
8. Рид С.Ф. Искусство слияний и поглощений [Текст] / С.Ф. Рид, А.Р. Лажу. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008.
9. Тужилин А. Создание в группе компаний системы защиты от враждебных действий конкурентов [Текст] / А. Тужилин // Рынок ценных бумаг. – 2007. – №10.
10. Эванс Ф.Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях : создание стоимости в частных компаниях [Текст] / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп. – М. : Альпина Паблишер, 2004.
11. Allen J. LBOs – The evolution of Financial Structures and Strategies // Journal of Applied Corporate Finance. 2005. Vol. 12. №2.
12. Jensen M. Eclipse of the Public Corporation. // Harvard Business Review http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149.

Ключевые слова

Слияния и поглощения предприятий; факторы; подталкивающие компании к данному слиянию и поглощению; стадии аквизиции предприятия; выбор объекта и анализ рынка; разработка стратегии; организация и проведение сделки; интеграция поглощенной компании; механизмы агрессивного поглощения предприятия; пути борьбы с агрессивным поглощением.

Гармаш Игорь Алексеевич

РЕЦЕНЗИЯ

В настоящее время – время глобального финансово-экономического кризиса – для выживания предприятия (компании, фирмы) зачастую встает вопрос о его слиянии другим предприятием или о присоединении его путем поглощения к другому предприятию. Как правило, акви-

зиция (поглощение) является или враждебной, или дружественной. Дружеское поглощение предполагает мирную договоренность между фирмами о вхождении одной из них в состав другой. Враждебная аквизиция осуществляется либо путем покупки акций предприятия, либо подкупом голосов собрания акционеров.

В статье Гармаша И.А. даются основные посылки к осуществлению как дружеской, так и враждебной аквизиции. Автор достаточно полно и подробно разобрал механизм поглощения и слияния предприятий, определил факторы, оказывающие непосредственное воздействие на данные процессы.

По нашему мнению, особого внимания заслуживает показанная автором стратегия аквизиции предприятия и методы борьбы с враждебным поглощением.

Статья написана грамотным доступным языком и может быть полезна студентам, аспирантам и преподавателям для изучения текущего состояния рынка во времена глобального финансово-экономического кризиса.

По нашему мнению, работа имела бы завершённый характер, если бы в ней были приведены конкретные примеры успешной защиты предприятий от рейдерских атак.

Статья соответствует требованиям, предъявляемым к подобным публикациям и может быть напечатана в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Бабленкова И.И., д.э.н., проректор по учебной работе Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ

10.1. ANALYSIS OF STAGES AND MECHANISMS OF MERGES AND ACQUISITIONS OF ENTERPRISES

I.A. Garmash, Post-graduate

Russian State Trade-Economics University

In this article by the author there was considered the actual for modern economy question – mergers & acquisitions of companies. By the author there were analyzed different strategies and stages of mergers & acquisitions processes. Also in the article it was shown different versions of strategies to prevent this type of deals.

Literature

1. «Civil code of the Russian Federation (part I)» (amended on the 1994/10/21 and 2010/05/08 by the Russian State Duma).
2. «Civil code of the Russian Federation (part II)» (amended on the 2009/07/17 and 2010/05/08 by the Russian State Duma).
3. «Civil code of the Russian Federation (part III)» (amended on the 2008/06/30 by the Russian State Duma).
4. «Civil code of the Russian Federation (part IV)» (amended on the 2010/04/22 by the Russian State Duma).
5. Federal law 208-FZ «About corporations» by the 1995/12/26
6. Federal law 14-FZ «About limited liability corporations» by 1998/02/08.
7. Federal law 39-FZ «About the stock market» by 2009/12/27.
8. Federal law 46-FZ «About the protection of investor's rights and legal interests on the stock market» by 1999/03/05 (amended on 2009/07/19).
9. J. Allen LBOs – The evolution of Financial Structures and Strategies // Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, №2, 2005.
10. M. Becque. Guidelines to merge// McKinsey journal, №2, 2003
11. F. Evans, D. Bishop. Company evaluation for merges and acquisitions: Creating a value in private companies. M.: «Alpina publisher», 2004.
12. M. Jensen. Eclipse of the Public Corporation. // Harvard Business Review// http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146149.
13. S. Rid, A. Laju. The art of merges and acquisitions, M.: «Alpina business books», 2008.
14. A. Tuzhilin. Creation of a protective system for a company against aggressive measures of competitors. // Stock market №10, 2007.
15. I. Vladimirova. Merges and acquisitions of companies: characteristics of the new wave// Management in Russia and abroad, №3, 2009.

Keywords

Merges and acquisitions of enterprises; factors urging companies to perform merges and acquisitions; stages of enterprise acquisition; market analysis and object selection; strategy development; organization and striking a deal; integration of the acquired company; mechanism of aggressive acquisition; ways to combat an aggressive acquisition.