

6.2. ОЦЕНКА ОЖИДАЕМОЙ ПРЕМИИ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ, КОГДА КОМПАНИЯ-ЦЕЛЬ УБЫТОЧНА, А ТАКЖЕ В НЕДРУЖЕСТВЕННЫХ СДЕЛКАХ

Давиденко А.А., соискатель, кафедра Финансов и кредита, Экономический факультет

Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

В данной статье рассмотрена проблема оценки ожидаемой премии в случае недружественных сделок слияния и поглощения, а также в случае, если объектом сделки является убыточная компания на грани банкротства. В обоих случаях рассмотрены различные мотивы потенциальных инвесторов к заключению сделки, а также ситуации как с единственным потенциальным инвестором, так и с двумя и более инвесторами.

В данной статье рассматривается проблема оценки ожидаемой премии в двух нестандартных типах сделок слияния и поглощения – недружественных сделках и сделках, в которых компания-цель является убыточной компанией на грани банкротства. Отличия данных типов сделок от стандартной сделки заключаются, во-первых, в мотивах контрагентов к совершению сделки, а во-вторых, – в организации переговорного процесса между представителями компании-цели и потенциальных инвесторов.

Оценка ожидаемой премии в недружественных сделках слияния и поглощения. В данной статье под недружественными сделками слияния и поглощения мы будем понимать сделки, в которых менеджмент компании-цели не поддерживает идею сделки, вследствие чего инвестор предпринимает попытки вести переговоры напрямую с акционерами компании-цели. В случае недружественной сделки потенциальный инвестор может иметь как стандартный мотив к сделке как эффективному средству неорганического роста собственной компании, так и преследовать цель рейдерского захвата акционерного капитала компании-цели. В данном контексте уместно разделить потенциальных инвесторов на рейдеров и не рейдеров. При этом как мотив потенциального инвестора, так и отношение акционеров компании-цели к возможности заключить сделку слияния или поглощения определяют особенности переговорного процесса между контрагентами, являющиеся ключевыми для оценки ожидаемой премии.

Итак, под рейдерами мы будем понимать инвесторов, предпринимających попытки враждебного захвата акционерного капитала компании-цели и лишения акционеров компании-цели управления и контроля над компанией. Другими словами, речь не идет о взаимовыгодной сделке, в результате которой часть выгоды от сделки выплачивается акционерам компании-цели в виде премии – напротив, инвестор пытается полу-

чить контроль над компанией-целью на невыгодных для акционеров условиях, при этом сделка с большой вероятностью может оказаться убыточной для акционеров компании-цели [1]. В подобном случае акционеры компании-цели стремятся защитить компанию, используя различные тактики защиты от враждебного поглощения¹.

Если же инвестор не является рейдером, то отличие от стандартной сделки заключается в несоответствии переговорного процесса тому процессу, который свойственен стандартной сделке, происходящем из того, что менеджеры компании-цели по каким-то причинам не заинтересованы в сделке, вследствие чего инвестор вынужден обратиться напрямую к акционерам компании-цели. В таком случае инвестор настроен на достижение взаимовыгодных условий сделки и готов выплатить премию.

Рассмотрим различные варианты развития событий в контексте недружественных сделок (рис. 1).

Помимо сценариев, где инвестор классифицируется как рейдер или не рейдер, рассмотрим также следующие варианты развития событий:

- вариант 1 – акционеры не планировали продажу компании, но согласятся продать свои доли, если цена, предлагаемая инвестором, покажется им достаточно высокой;
- вариант 2 – акционеры не хотят продавать компанию ни на каких условиях.

Дальнейшее развитие сценария предполагает уточнение, сколько потенциальных инвесторов участвуют в переговорах.

Если речь идет о единственном потенциальном инвесторе, то оценка ожидаемой премии как конечного результата переговорного процесса будет зависеть от переговорной силы как потенциального инвестора, так и представителей компании-цели. Факторы, влияющие на переговорную силу контрагентов, включают:

- издержки ожидания (см., например, монографии Энгелбека [9] и Брунера [5]);
- возможность заключить сделку с другим контрагентом (см. Аерн (Ahern K.R., 2012));
- асимметрия информации (см. Крэмтон [8], Фуденберг и Тироль [10]);
- взаимозависимость потенциального инвестора и компании-цели (см. Аерн [2]);
- наличие у потенциального инвестора миноритарного пакета акций компании-цели (см. исследования Беттона [3], Волклинга [15], Беттона и Экбо [4]);
- прочие экзогенные факторы (например, изменение отраслевого налогового законодательства);
- поведенческие эффекты (см. монографию Брунера [5]).

Если в переговорном процессе участвуют два и более потенциальных инвесторов, оптимальной стратегией для представителей компании-цели будет организация торга между потенциальными инвесторами (см. Булоу и Клемперер [6], Фишман [10]). Таким образом, в стандартной сделке слияния или поглощения (т.е. в дружественной сделке, мотивом которой не является спасение компании-цели от банкротства) ожидаемая премия может быть оценена путем моделирования ситуации конкурентной борьбы

¹ Обзор тактик защиты от враждебного поглощения можно найти в публикациях [1, 13, 14].

между двумя и более потенциальными инвесторами за возможность приобретения доли акционерного капитала компании-цели. Формальное решение данной задачи можно получить, используя инструментальный теории аукционов (см, например, Буркарт [7], а также Родес-Кропф и Висванатан [12]).

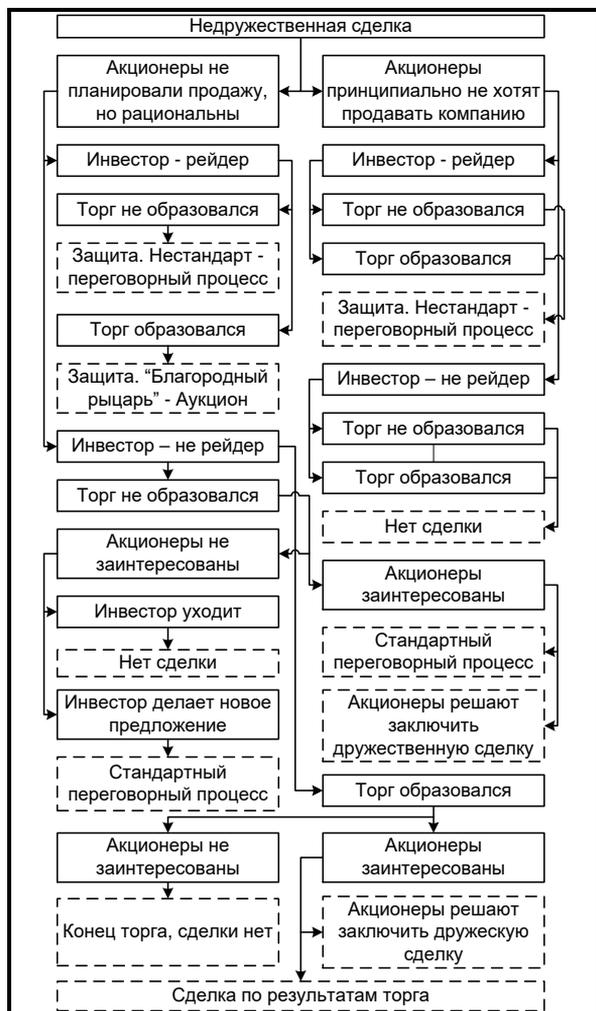


Рис. 1. Оценка ожидаемой премии в недружественной сделке слияния или поглощения

Итак, если акционеры компании-цели не планировали продажу и инвестор является рейдером, то менеджеры и акционеры компании-цели воспользуются тактиками защиты от враждебного поглощения. Торг может образоваться в случае применения тактики «белый рыцарь» (white knight), в рамках которой привлекается еще один инвестор, который делает взаимовыгодное для него и акционеров компании-цели предложение. В таком случае оценка ожидаемой премии может быть проведена с использованием теоретико-игровых моделей, основанных на теории аукционов. Если торг не образовался, то результат переговорного процесса будет зависеть от результативности применения прочих тактик защиты от враждебного поглощения в случае единственного потенциального инвестора.

Если акционеры компании-цели не планировали продажу и инвестор не является рейдером, то предложение инвестора может либо заинтересовать, либо не заинтересовать акционеров. Если акционеры не заинтересованы, торг не образовался и инвестор не делает нового предложения, то переговорный процесс заканчивается. Если акционеры не заинтересованы, торг не образовался и инвестор делает новое предложение, после которого акционеры проявляют заинтересованность, то переговорный процесс моделируется аналогично переговорному процессу в стандартной сделке в случае единственного потенциального инвестора.

При этом недружественная сделка может перерасти в дружественную. Если после первого предложения инвестора образовался торг, результаты которого не устроили акционеров, то переговорный процесс заканчивается. Наоборот, если результаты торга побудили акционеров продать компанию, то возможны два варианта:

- первый – акционеры решают продать компанию по результатам торга;
- второй – акционеры решают продать компанию в рамках дружественной сделки и следуют этапам стандартной сделки.

Заметим, что если образовался торг, то его, по аналогии с ситуацией дружественной сделки, можно интерпретировать как аукцион.

Рассмотрим ситуацию, когда акционеры категорически не хотят продавать компанию-цель. Если инвестор является рейдером, выводы в данном случае аналогичны сделанным нами в рассуждении, приведенном выше, касающемся защиты от враждебного поглощения, с той разницей, что акционеры по причине своих предпочтений не могут использовать тактику «белый рыцарь». Если инвестор не является рейдером и торг не образовывается, то мы имеем игру с переговорной силой, которая всегда заканчивается краевым решением, так как акционеры не продадут компанию, каким бы заманчивым ни было предложение. По той же причине, если торг образовался, он также заканчивается тем, что акционеры не заинтересованы его результатами.

Оценка ожидаемой премии в сделках с проблемными компаниями. Компанию-цель можно классифицировать как здоровую, т.е. приносящую положительные денежные потоки и имеющую потенциал роста, и проблемную, т.е. имеющую отрицательные денежные потоки и / или находящуюся на грани банкротства.

Далее мы рассмотрим сделки, в которых компания-цель является проблемной.

В случае, если компания-цель имеет отрицательные денежные потоки и / или находится на грани банкротства и при условии, что мотивом сделки не является спасение компании, процесс оценки ожидаемой премии во многом аналогичен процессу для стандартной сделки – в обоих случаях инвестор ищет прибыльную инвестиционную возможность. Однако переговорный процесс может быть отличным от случая стандартной сделки, поскольку сделки с проблемными компаниями могут проходить в более сжатые сроки (которые могут объясняться факторами, в силу которых компания-цель испыты-

вает проблемы, например – наступающий срок погашения долговых обязательств).

В ситуации единственного потенциального инвестора проблемная компания-цель имеет более слабую переговорную силу, поскольку у нее выше издержки ожидания, и, как правило, она не может достаточно быстро найти другого инвестора. В случае двух и более потенциальных инвесторов оценка ожидаемой премии может производиться на основе формализации переговорного процесса как аукциона. Однако следует заметить, что если инвестор вынужден проводить инвестиционную оценку объекта сделки в более сжатые сроки, то дисперсия оценки будет выше, чем в случае стандартной сделки.

Процесс оценки ожидаемой премии перестает быть аналогичным процессу в стандартных сделках, если мотив инвестора к совершению сделки не основан на экономических соображениях и инвестор пойдет на сделку, даже если такая сделка для него априори убыточна. Дело в том, что подобные сделки часто направлены не на получение стоимостной выгоды, а на приобретение каких-либо стратегических привилегий или репутации, эффект от которых затруднительно посчитать в виде денежных потоков (к примеру, спасение компании в период кризиса), или являются результатом принудительных действий (например, некоторая компания под давлением государства покупает градообразующее и / или социально значимое предприятие).

В такой ситуации в случае единственного потенциального инвестора переговорную силу продавца можно приравнять к нулю. Что касается случая двух и более инвесторов, то другое понимание ценности, приносимой сделкой (к примеру, улучшение имиджа, а не прибыль от сделки), делают невозможной оценку ожидаемой премии, исходя из моделей и подходов, предполагающих максимизацию прибыли в качестве основного мотива сделки.

Литература

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов [Текст] : пер. с англ. / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-бизнес, 2008. – 1120 с.
2. Ahern K. Bargaining power and industry dependence in mergers [Text] / K. Ahern // Working paper / University of Michigan. – 2010.
3. Betton S. Merger negotiations and toehold puzzle [Text] / S. Betton // Working paper. – 2008.
4. Betton S. Toeholds, bid jumps, and expected payoff in takeovers [Text] / S. Betton, E. Eckbo // Review of financial studies. – 2000. – Vol. 13. – Pp. 841-882.
5. Bruner R. Applied mergers and acquisitions [Text] / R. Bruner. – John Wiley & Sons, Inc. – 2004.
6. Bulow J. Auctions versus negotiations [Text] / J. Bulow, P. Klemperer // The American economic j. – 1996. – Vol. 86. – Pp. 180-194.
7. Burkart M. Initial shareholdings and overbidding in takeover contests [Text] / M. Burkart // J. of finance. – 1995. – Vol. 50. – Pp. 1491-1515.
8. Cramton P.C. Bargaining with incomplete information: an infinite-horizon model with two-sided uncertainty [Text] / P.C. Cramton // Review of economic studies. – 1984. – Pp. 579-593.
9. Engelbeck R.M. Acquisition management [Text] / R.M. Engelbeck. – Management Concepts, Inc. – 2002.
10. Fishman M.J. A theory of preemptive takeover bidding [Text] / M.J. Fishman // RAND j. of economics. – 1988. – Vol. 19. – Pp. 88-101.
11. Fudenberg D. Sequential bargaining with incomplete information [Text] / D. Fudenberg, J. Tirole // Review of economic studies. – 1983. – Vol. 50. – Pp. 221-247.
12. Rhodes-Kropf M. Market valuation and merger waves [Text] / M. Rhodes-Kropf, S. Viswanathan // The j. of finance. – 2004. – Vol. 59. – Pp. 2685-2718.
13. Ruback R.S. An overview of takeover defenses [Text] / R.S. Ruback // Sloan school of management. – 1986. – September.
14. Shepro R.W. Bidders and targets: mergers and acquisitions in the U.S. [Text] / R.W. Shepro – Basil Blackwell, 1990.
15. Walking R. Predicting tender offer success: a logic analysis [Text] / R. Walking // J. of financial and quantitative analysis. – 1985. – Vol. 20. – Pp. 461-478.

Ключевые слова

Слияние; поглощение; сделка; инвестор; банкротство.

Давиденко Алексей Александрович

РЕЦЕНЗИЯ

Статья А.А. Давиденко рассматривает проблему оценки ожидаемой премии в нестандартных сделках слияния и поглощения. Автор анализирует два типа сделок – недружественные сделки, а также сделки, в которых компания-цель является убыточной и может быть на грани банкротства. Опираясь на мотивацию потенциальных инвесторов и компании-цели к заключению сделки, автор делает вывод о применимости подходов к оценке ожидаемой премии в стандартных сделках слияния и поглощения к рассматриваемым типам сделок как случае единственного потенциального инвестора, так и в случае, когда потенциальных инвесторов два и более. В частности, для ситуации недружественной сделки автор формирует дерево решений, в соответствии с которым в зависимости от типа потенциальных инвесторов, их количества, а также изначальной заинтересованности акционеров компании-цели в заключении сделки будет формироваться переговорный процесс в сделке. Говоря о сделке, где компания-цель убыточна или на грани банкротства, автор показывает, что анализ и оценка ожидаемой премии зависят прежде всего от того, является ли получение прибыли в результате сделки первоочередным мотивом потенциального инвестора.

В целом статья выстроена логично, а проблема, поднимаемая в статье, актуальна и представляет интерес как с практической, так и с теоретической точек зрения.

Никитушкина И.В., к.э.н., доцент, кафедра «Финансы и кредит» Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова, г. Москва.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ