

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ

© 2011 К.С. Вагина*

Ключевые слова: корпорация, корпоративное управление, реорганизация, слияния и поглощения, консолидация, разделение, дружественное поглощение, враждебное поглощение, законодательство, сделка.

В условиях современного рынка все большее количество компаний используют механизм слияний и поглощений как вариант своего развития и роста. Вследствие этого рынок слияний и поглощений требует более глубокого и детального анализа. В статье рассмотрены данные проблемы на ряде примеров из мировой практики.

В рамках корпоративной формы ведения бизнеса существует множество механизмов корпоративного управления. Одним из внешних механизмов является рынок слияний и поглощений. В условиях современного рынка все большее число компаний выбирают альтернативу внешнего роста путем реорганизации своей компании, в частности, через поглощение другой компании.

На российском рынке в настоящее время представлены все основные международные принципы, получившие распространение во всем мире в сделках слияний и поглощений - mergers & acquisitions (M&A). Сложившееся положение на рынке M&A в нашей стране, конечно, отличается от ситуации в развитых странах. Абсолютные цифры, характеризующие отечественный сектор этого вида сделок, пока малы по сравнению с аналогичными показателями для западных стран. Но, несмотря ни на что, в стране разворачиваются и набирают обороты современные подходы к осуществлению данного вида сделок, и все большее число фирм становятся участниками сделок по приобретению других компаний.

Аналитическая группа ReDeal подготовила исследование завершенных сделок российского рынка слияний и поглощений за 2009 г.

В 2009 г. было отмечено 730 завершенных сделок, что сопоставимо с итогами 2003 г. и на 42% меньше количества сделок за 2008 г.

Падение стоимостного объема российского рынка слияний и поглощений в первом

полугодии 2009 г. составляло 63%, а по итогам года снизилось до 52% - с 117,9 млрд. долл. в 2008 г. до 56,2 млрд. долл. в 2009 г.

Согласно данным журнала "Слияния и поглощения в России", крупнейшей сделкой с участием российской компании является слияние Вымпелком и Киевстар (стоимость последнего оценивается около 6 млрд. долл.). Другие крупные сделки этого года - завершение сделки по получению контроля в "Русснефть" (оценочно 3,1 млрд. долл.) и приобретение миноритарной доли в "НОВА-ТЭК" (оценочно 2 млрд. долл.)¹.

Крупнейшими российскими компаниями-рейдерами стали "Альфа-групп", самарская группа "СОК", компания "Ринако" в структуре "Группы МДМ", компания "Наф-та-Москва" и "Газпром инвестхолдинг". Компания "Альфа-Эко", изначально созданная как торговая, со временем начала заниматься классическим рейдерским бизнесом в качестве посредника в сделках по слияниям и поглощениям. Благодаря деятельности этой компании были успешно осуществлены сделки по продаже Ачинского глиноземного комбината холдингу "Русский алюминий", Западно-Сибирского металлургического комбината - "Евразхолдингу", Таганрогского металлургического комбината - "Группе МДМ" и Коршуновского ГОК - группе "Мечел". Фирма "Ринако" "Группы МДМ" реализовала сделки по поглощению компаний "Тагмет", "Кузнецкие ферросплавы", Волгоградский тракторный завод. Другая рейдерская фирма - инвесткомпания "Совлинк" группы "Ренова" осуществила ряд сделок, в том числе

* Вагина Ксения Сергеевна, аспирант Самарского государственного экономического университета. E-mail: vestnik@sseu.ru.

по продаже башкирского завода “Каустик”, “Оренбургнефти” и “Краснодарнефтегаза”. Специалисты по слияниям и поглощениям крупных структур заняли лидирующие позиции на рынке и уже предлагают свои услуги по реализации слияний и поглощений сторонним компаниям.

Повышение уровня конкуренции приводит к консолидации во многих отраслях, и российским компаниям необходима как вертикальная, так и горизонтальная интеграция.

Как известно, реорганизация - это один из эффективных способов оптимизации предпринимательской деятельности. По российскому законодательству, в соответствии с ГК РФ (п. 1 ст. 57) и федеральным законом “Об акционерных обществах” (ст. 15), реорганизация общества означает изменение юридического статуса одного или нескольких субъектов, задействованных в реорганизации. Российское юридическое лицо может изменить свой юридический статус только одним из определенных законодательством способов.

Формы реорганизации, ведущие к укрупнению компании, - слияние и присоединение, к разукрупнению - разделение, выделение.

Слияния и поглощения - это общее имя для всех сделок, которые объединяет передача корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен активами, ведущих к росту и укрупнению компании.

Среди основных мотивов сделок слияний и поглощений можно выделить следующие:

- ◆ рост компании;
- ◆ экономия за счет масштабов деятельности;
- ◆ экономия за счет вертикальной интеграции;
- ◆ комбинирование взаимодополняющих ресурсов;
- ◆ возможность использования избыточных ресурсов;
- ◆ диверсификация бизнеса;
- ◆ эффект синергизма;
- ◆ устранение конкурентов (мотив монополии);
- ◆ личные мотивы менеджмента;
- ◆ защитные мотивы.

Преимущества M&A:

- ◆ возможность скорейшего достижения цели;

- ◆ быстрое приобретение стратегически важных активов, прежде всего нематериальных;

- ◆ стратегия способна одновременно ослабить конкуренцию;

- ◆ достижение синергетического эффекта за счет снижения издержек вследствие экономии на масштабе и устранения дублирующих функций;

- ◆ выход на новые географические рынки, приобретение отлаженной сбытовой инфраструктуры;

- ◆ быстрая покупка доли рынка;

- ◆ возможность приобрести недооцененные активы.

Недостатки M&A:

- ◆ стратегия связана со значительными финансовыми затратами, так как, как правило, предполагает выплату премии акционерам и “золотых парашютов” персоналу;

- ◆ высокий риск в случае неверной оценки компании;

- ◆ сложность интеграции компаний, особенно, если они действуют в разных, незнакомых друг для друга сферах;

- ◆ возможность возникновения проблем с персоналом купленной компании после реализации сделки;

- ◆ возможность несовместимости культур двух компаний, особенно при трансграничных поглощениях.

Имеются определенные различия в понятиях “слияние компаний” и “поглощение компаний” в российском законодательстве и зарубежной теории и практике. За рубежом понятия “слияния” и “поглощения” не имеют однозначных определений.

В США слиянием (merger) называется объединение двух корпораций, в котором “выживает” только одна из них, а другая прекращает свое существование. При слиянии поглощающая компания принимает активы и обязательства поглощаемой компании. Иногда для описания этого типа сделки используется термин “статутное слияние” (statutory merger). Статутное слияние отличается от подчиняющего слияния (subsidiary merger), представляющего собой слияние двух компаний, в котором целевая компания становится дочерней или частью дочерней компании материнской компании. При обратном подчиняющем слиянии (reverse subsidiary merger) до-

черняя компания приобретающей компании сливается в цель².

Слияние происходит только тогда, когда одна корпорация соединяется с другой и растворяется в ней. К примеру, корпорация “Мисса” сливается с корпорацией “Хесса” и растворяется в ней, так же как река Миссури сливается с Миссисипи и растворяется в ее водах. Сертификаты на право владения акциями корпорации “Мисса” обмениваются на сертификаты на право владения акциями корпорации “Хесса”. Сертификаты корпорации “Мисса” компостируются, после чего отправляются на хранение в архив. В результате корпорация “Миссури” прекращает свое существование. “Мисса” рассматривается в этой сделке как “умершая” (decedent), а “Хесса” - как “наследница” (survivor)³.

Под слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних.

На Западе “слияние и поглощение” (M&A) - общий термин для всех сделок, которые объединяет передача корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен активами. Сюда входят сами слияния, поглощения, приобретение компаний, leveraged buyout (LBO) - выкуп с привлечением заемных средств, рекапитализация, изменение структуры собственности, spin-off (выделение и продажа бизнес-единицы) и все другие сделки, которые подразумевают передачу корпоративного контроля из рук одних акционеров в руки других⁴.

В своей основе слияния и поглощения как движение активов - это механизм перераспределения собственности от менее эффективных собственников к более эффективным или передача управления компанией в интересах собственников от менее эффективных менеджеров к более эффективным в целях повышения доходности и прибыльности вложенного капитала. Рост стоимости компании означает возрастание ее конкурентоспособности, что приводит к повышению кредитного рейтинга, увеличению инвестиционных возможностей, дополнительному расширению или диверсификации производства, проведению НИОКР, выходу на новые рынки.

Слияние отличается от консолидации (consolidation), представляющей собой соеди-

нение предприятий, в котором две или более компаний объединяются, чтобы образовать совершенно новую компанию. Все объединяющиеся компании упраздняются, и продолжает работать новое юридическое лицо. Например, в 1986 г. производители компьютеров Burroughs и Sperry объединились, чтобы создать UNISYS. В этой консолидации первоначальные компании прекратили свое существование, а их акционеры стали акционерами новой компании. Наглядно представить различия между слиянием и консолидацией можно следующим образом. При слиянии $A + B = A$: компания B сливается с компанией A. При консолидации $A + B = C$, где C является совершенно новой компанией. На практике, несмотря на различия между ними, термины “слияние” и “консолидация”, как, впрочем, и многие другие термины в области слияний и поглощений, иногда используются взаимозаменяемо. В принципе, когда объединяющиеся компании имеют примерно одинаковый размер, более применим термин “консолидация”; когда две компании значительно различаются в размере, более уместным является термин “слияние”. На практике, однако, это различие размывается, и термин “слияние” более широко применяется к комбинациям, которые включают фирмы и разных, и близких размеров⁵.

Консолидацию можно представить на примере двух рек - Мононгахила и Аллегейни, которые, сливаясь у города Питтсбурга, образуют новую реку - Огайо. В этом случае акции обеих корпораций - “Мононгахила” и “Аллегейни” - конвертируются в акции корпорации “Огайо”, которая создается специально для этой цели. После консолидации корпорации “Мононгахила” и “Аллегейни” прекращают свое существование. В этом случае корпорацию “Огайо” называют правопреемницей (successor)⁶.

Еще одним термином, который широко используется для описания различных типов таких сделок, является “поглощение” (take over). Этот термин более неопределенный и иногда относится только к враждебным сделкам; в других случаях он используется для обозначения как дружественных, так и недружественных слияний. Является ли предложение о слиянии дружественным или враждебным - это, как правило, определяет-

ся реакцией совета директоров целевой компании. Если совет директоров одобряет поглощение, то оно считается дружественным; если выступает против - поглощение считается враждебным⁷.

Таким образом, поглощение - это общий термин, используемый для описания передачи собственности. Слияние - более узкий технический термин для определенной юридической процедуры, которая может последовать, а может и не последовать за поглощением. К примеру, акционеры "Миссисипи" и "Миссури" соглашаются слить свои компании, а слияние производится действиями компании "Миссисипи", выкупающей акции "Миссури" в обмен на свои акции или за наличные деньги.

Значительно чаще можно встретить поглощение, при котором не происходит последующего слияния. К примеру, корпорация "Миссисипи" приобретает значительное количество акций корпорации "Миссури", вполне достаточное, чтобы произвести слияние. Однако корпорация "Миссисипи" решает, что "Миссури" должна оставаться отдельной дочерней компанией для "Миссисипи", причем об этом решении "Миссисипи" не знает никто, кроме, может быть, юристов. Или может получиться так, что "Миссисипи" приобретает все или большую часть активов "Миссури", заплатив за них наличными или акциями "Миссисипи", превратив "Миссури" в компанию-оболочку, которая не будет вести никакой хозяйственной деятельности. При этом состав акционеров "Миссури" останется прежним. Компания "Миссури" будет владеть всего одним видом активов - акциями корпорации "Миссисипи"⁸.

Поглощение представляет собой особый вид сделки, предполагающей только переход контроля над корпорацией в другие руки, а деятельность компании продолжается.

Поглощение является одним из основных рыночных механизмов борьбы с отстающими на рынке. Если акционерное общество теряет свои темпы развития, начинает отставать в техническом или ином аспектах от требований рынка, то цены на его акции снижаются абсолютно или относительно цен других акционерных обществ, и оно может становиться привлекательным для целей поглощения другими участниками рынка.

Некоторые авторы употребляют поглощение только как недружественное, но в зависимости от сочетания интересов менеджмента и акционеров поглощаемого акционерного общества возможны несколько видов поглощений:

◆ Дружественное поглощение (friendly takeover) - поглощение, которое поддерживается акционерами и руководством поглощаемой компании. Примером может служить сделка между АО "Нидан-соки" и корпорацией "PepsiCo", "Coca Cola" - Мултон, поглощение самарской группой "Союз" волгоградского ЗАО "НВТИСИЗ". Приобретение российским сотовым оператором "Мобильные телесистемы" украинского оператора мобильной связи УМС и узбекской сотовой компании Uzdurobita.

◆ Враждебное (недружественное) поглощение (takeover/ hostile acquisition) - скупка некоторого пакета акций без согласия менеджмента компании.

◆ Внезапное поглощение (blitzkrieg tender offer) - быстрая скупка акций (bust-up takeover), выкуп контрольного пакета акций с привлечением залога (leveraged buyout). Активы поглощенной компании или ее часть продаются для выплаты долга, возникшего в результате финансирования поглощения. Примером попытки внезапного поглощения последнего времени можно считать попытку скупки акций ЗАО "Куйбышевазот". В зарубежной практике крупнейшей сделкой такого рода является поглощение Vodafone германской компании Mannesmann.

◆ Обратное поглощение (reverse takeover) - ситуация, при которой меньшая по размеру, но более динамичная компания, стремящаяся к быстрому росту, осуществляет захват большей, но менее прогрессивной компании путем скупки акций поглощаемой компании. Например, компания Porsche купила 20% концерна Volkswagen.

◆ MBO (Management Buy-Out) - выкуп акций компании ее менеджментом.

◆ LBO (левереджированный выкуп). Фактически leveraged buy-out (LBO) - инструмент финансирования операций по слиянию и поглощению, подразумевающий приобретение контрольного пакета акций компании с помощью заемных средств (заемные средства могут составлять до 100% суммы сделки).

Особенность российского законодательства состоит в том, что в нем вопросы слияния и присоединения очень четко оговорены. Как уже говорилось выше, в соответствии с действующим законодательством РФ под слиянием понимается объединение двух или нескольких юридических лиц, при котором активы, права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом, а ранее существовавшие юридические лица прекращают существование. Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование. Пример: компания ТНК-ВР, образованная в результате слияния российских и украинских нефтегазовых активов British Petroleum и ТНК (Тюменская нефтяная компания).

Другой важной особенностью российского законодательства является то, что в нем также существует понятие "присоединение", которое подразумевает, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей обществу, к которому они присоединяются. На Западе такая ситуация будет названа слиянием⁹.

Таким образом, автор может дать собственные обобщенные характеристики слияния и поглощения. Сделки по слиянию и поглощению, прежде всего, подразумевают под собой смену контроля над предприятием. В широком смысле под слиянием и поглощением подразумевается создание стратегических союзов с другими обществами и отделение активов. Под понятием "поглощение" подразумевается целостное приобретение предприятия, отдельных его частей, а также

стратегическое участие в капитале (прямые инвестиции). Поглощение - объединение двух или нескольких юридических лиц, при котором сохраняется одно (поглощающее) юридическое лицо, к которому переходят активы и обязательства поглощаемых юридических лиц, при этом поглощаемые юридические лица либо прекращают свое существование, либо контролируются путем владения контрольным пакетом акций или долей капитала. Слияние же является особой формой поглощения, при которой приобретаемая компания лишается юридической самостоятельности.

Слияния и поглощения компаний имеют свои особенности в разных странах и регионах мира. Несмотря на глобальный характер сделок M&A, затрагивающих практически все страны мира, существует разница между сделками M&A в США и России, так как терминология M&A, стратегия и тактика слияний и поглощений, методы ведения переговоров, принципы корпоративного управления, применяемые в США, давно стали классикой для всего мирового финансового сообщества. Более чем столетняя история развития рынка M&A в США содержит множество интересных фактов, ярких примеров блестящих стратегий и фатальных провалов в попытке осуществить расширение бизнеса через стратегию приобретения компаний.

¹ См.: www.mergerstst.ru.

² *Гохан П.А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компании. М., 2004. С. 21.

³ *Рид С.Ф., Лажу А.* Искусство слияний и поглощений. М., 2006. С. 23.

⁴ *Кони́на Н.Ю.* Слияния и поглощения в конкурентной борьбе международных компаний: монография. М., 2005. С. 43-44.

⁵ *Гохан П.А.* Указ. соч. С. 21.

⁶ *Рид С.Ф., Лажу А.* Указ. соч. С. 24.

⁷ *Гохан П.А.* Указ. соч. С. 22.

⁸ *Рид С.Ф., Лажу А.* Указ. соч. С. 24-25.

⁹ *Кони́на Н.Ю.* Указ. соч. С. 43-44.

Поступила в редакцию 26.11.2010 г.