

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к русскому изданию	11
Предисловие.....	13
Часть 1. ОСНОВЫ	15
Глава 1. Введение	17
Определения	21
Оценка сделки.....	22
Типы слияний.....	22
Причины слияний и поглощений.....	23
Финансирование слияний.....	23
Профессиональные участники слияний	24
Выкуп с помощью долгового финансирования (LBO).....	26
Реструктуризация корпораций	27
Переговоры о слиянии.....	28
Процедуры одобрения слияний	30
Упрощенное слияние	31
Обращение с миноритарными акционерами и «вымораживание»	32
Покупка активов в сравнении с покупкой акций.....	32
Принятие обязательств продавца.....	33
Преимущества приобретения активов.....	33
Распродажа активов.....	33
Обратные слияния.....	34
Холдинговые компании.....	35
Совместные предприятия	37
Стратегические союзы	39
<i>Список литературы</i>	40
Глава 2. История слияний	41
Первая волна, 1897–1904.....	41
Вторая волна, 1916–1929	47
1940-е годы	51
Третья волна, 1965–1969.....	52

Трендообразующие слияния 1970-х.....	61
Четвертая волна, 1981–1989.....	67
Пятая волна.....	75
Резюме.....	79
<i>Список литературы</i>	80
Глава 3. Законодательные рамки.....	83
Общий обзор.....	83
Законы, регулирующие слияния, поглощения и тендерные предложения	84
Законы о ценных бумагах	84
Правило делового суждения	110
Антимонопольные законы.....	112
Деятельность по соблюдению антимонопольного законодательства в Соединенных Штатах во время пятой волны слияний.....	125
Измерение концентрации и определение доли рынка.....	126
Европейская политика в отношении конкуренции.....	131
Противозахватные законы штатов	131
Регулирование инсайдерской торговли	140
Обязательства компаний по раскрытию переговоров о слияниях	144
Резюме.....	145
<i>Список литературы</i>	146
Глава 4. Стратегия слияний.....	149
Рост.....	149
Синергия	151
Диверсификация	164
Экономические мотивы.....	179
Гипотеза высокомерия и поглощения.....	192
Другие мотивы	197
Налоговые мотивы	201
Резюме.....	205
<i>Список литературы</i>	209
Часть 2. ВРАЖДЕБНЫЕ ПОГЛОЩЕНИЯ.....	213
Глава 5. Противозахватные мероприятия.....	215
Гипотеза укрепления руководства против гипотезы интересов акционеров	216
Превентивные противозахватные мероприятия	217
Изменение штата регистрации	251
Активная противозахватная оборона.....	251
Информационное содержание сопротивления поглощению	291
Резюме.....	293
<i>Список литературы</i>	295

Глава 6. Тактика поглощений	299
Подготовительные шаги перед поглощением.....	301
Тендерные предложения	306
Покупки на открытом рынке и «подметание улиц» (street sweeps).....	328
Преимущества тендерных предложений над покупками на открытом рынке.....	330
Битвы за доверенности.....	332
Роль независимой избирательной корпорации Америки	343
Комбинация битвы за доверенности и тендерного предложения	351
Битвы за доверенности и поглощения в 1990-х гг.	352
Резюме.....	354
Список литературы	355
 Часть 3. СДЕЛКИ С ДОЛГОВЫМ ФИНАНСИРОВАНИЕМ	 359
 Глава 7. Выкупы с долговым финансированием	 361
Исторические тенденции в LBO.....	361
Затраты на поддержание публичного статуса компании.....	365
Выкупы компании менеджерами.....	366
Процесс выкупа с долговым финансированием	369
Финансирование LBO	373
Структура капитала компании после необеспеченных LBO	380
Источники финансирования LBO	381
Фонды LBO	382
Компании, специализирующиеся на LBO	383
Финансовый анализ кандидатов на LBO.....	385
Доход акционеров в результате LBO.....	386
Доход акционеров при выкупе подразделений.....	387
Повышение эффективности в результате LBO.....	388
Обратные LBO	391
Конфликты интересов при выкупах компаний менеджерами.....	393
Эмпирические исследования эффекта перераспределения богатства	399
Защита кредиторов.....	403
Резюме.....	405
Список литературы	406
 Глава 8. Бросовые облигации	 409
История.....	409
Инвестиционные банки и финансирование бросовыми облигациями	415
Эволюционный рост рынка бросовых облигаций.....	418
Рейтинговая система облигаций.....	424
Неудачные программы поглощений и рейтинги облигаций	429

Z-счет и Z-анализ: оценка кредитоспособности, альтернативная рейтингам.....	429
Исследования рынка бросовых облигаций.....	431
Доходность бросовых облигаций: 1980–1994	443
Диверсификация инвестиций в бросовые облигации	445
Риски портфеля бросовых облигаций.....	445
Финансирование с помощью банковского кредита и бросовыми облигациями.....	449
Бросовые облигации и гринмейл	450
Законодательство о финансировании бросовыми облигациями.....	451
Резюме.....	454
<i>Список литературы</i>	455
Глава 9. Программы участия служащих в акционерном капитале...	457
Рост ESOP в ретроспективе	458
Типы программ	460
Характеристики ESOP.....	460
ESOP с долговым финансированием (LESOP)	461
Использование ESOP в корпоративных финансах.....	461
Голосование акциями ESOP.....	462
Влияние на денежные потоки.....	463
Оценка акций, внесенных в ESOP.....	463
Требования к ESOP	464
Пут-опционы ESOP.....	464
Выплата дивидендов.....	464
Сравнение ESOP и IPO	465
Риски служащих и ESOP.....	467
Законы о ценных бумагах и ESOP.....	468
Налоговые льготы, связанные с LESOP.....	468
Влияние ESOP на баланс компании.....	469
Недостатки LESOP	470
ESOP и производительность корпорации.....	472
ESOP как средство противозахватной защиты.....	474
ESOP и богатство акционеров.....	476
ESOP и LBO.....	477
ESOP и MBO	480
Резюме.....	480
<i>Список литературы</i>	482
Часть 4. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ КОРПОРАЦИЙ.....	485
Глава 10. Реструктуризация корпораций.....	487
Дивестиции.....	489
Процесс дивестирования и «отпочкования».....	497
Влияние распродаж на богатство акционеров.....	504
Расщепление капитала.....	514

Добровольные ликвидации, или упразднения	518
Следящие акции	520
Основные товарищества с ограниченной ответственностью	521
Резюме	524
<i>Список литературы</i>	525
Глава 11. Реструктуризация при банкротстве	527
Типы неудач предприятий.....	527
Причины неудач предприятий	528
Тенденции банкротств.....	531
Законы о банкротстве	534
Реорганизация и ликвидация.....	536
Процесс реорганизации по разделу 11	536
Выгоды для должника от процедуры в соответствии с разделом 11	543
Размер компании и выгоды раздела 11.....	543
Подготовленное банкротство	546
Урегулирование	548
Контроль над корпорациями и дефолт	551
Ликвидация	553
Инвестирование в ценные бумаги проблемных компаний ..	555
Резюме	561
<i>Список литературы</i>	562
Часть 5. ОЦЕНКА ДЛЯ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ	565
Глава 12. Финансовый анализ	567
Доступ к финансовой информации при враждебных и дружественных сделках	568
Баланс.....	569
Отчет о доходах	576
Отчет о движении денежных средств.....	579
Анализ финансовых отчетов и его программное обеспечение	581
Анализ финансовых коэффициентов.....	582
Резюме	601
<i>Список литературы</i>	601
Глава 13. Оценка публичной компании	603
Методы оценки: наука или искусство?	605
Управление стоимостью как защита от поглощения	606
Методы оценки акций.....	606
Ликвидность акций	611
Определение базы прибыли	613
Методы прогнозирования.....	621
Методология финансовой оценки	627

Затраты на привлечение капитала с помощью привилегированных акций.....	632
Затраты на привлечение капитала с помощью обыкновенных акций.....	633
Как рынок определяет ставки дисконтирования	635
Премия за контроль.....	635
Оценка обменов акций на акции.....	647
Коэффициент конвертации.....	651
Фиксированное число акций в сравнении с фиксированной стоимостью.....	660
Международные поглощения и сделки «акции за акции»	661
Ориентиры для оценки.....	661
Желательные финансовые характеристики компаний-целей.....	662
Резюме.....	664
<i>Список литературы</i>	665
Глава 14. Оценка частных компаний	669
Различия в оценке публичных и частных компаний	670
Различия в отчетных доходах.....	672
Реконструирование отчета о доходах: пример процесса обратных корректировок.....	675
Наиболее часто используемые методы оценки.....	679
Резюме.....	703
<i>Список литературы</i>	704
Глава 15. Вопросы налогообложения	707
Финансовый учет.....	707
Налогооблагаемые и безналоговые сделки.....	709
Налоговые последствия обмена акциями.....	711
Переоценка базы активов	714
Изменения в налоговом законодательстве	715
Роль налогов в принятии решения о слиянии.....	717
Налоги как источник стоимости в выкупах менеджментом.	720
Различные налоговые вопросы.....	723
Резюме.....	723
<i>Список литературы</i>	724
Глоссарий	727

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

Российский рынок слияний и поглощений продолжает активно расти. В 2006 г., согласно раскрытой информации, общая стоимость сделок по слиянию и поглощению увеличилась на 57% по сравнению с 2005 г. и составила приблизительно 64 млрд долл. Все больше российских компаний рассматривают слияния и поглощения как неотъемлемую часть своего стратегического развития, позволяющую увеличить долю на рынке, получить доступ к новым источникам сырья, выстроить вертикально-интегрированную структуру или приобрести новые продукты и передовые технологии. Становятся более разнообразными формы проведения и финансирования сделок. Растет заинтересованность банков в финансировании транзакций с использованием LBO. Большой вес на рынке слияний и поглощений приобретают частные инвестфонды. Не теряет своей актуальности вопрос защиты собственности от враждебных поглощений.

Растущий российский рынок привлекает все новых инвесторов, вследствие чего усиливается концентрация бизнеса и ужесточается конкуренция. В то же время отечественные компании вступают в борьбу за привлекательные международные активы (в 2006 г., по официальным данным, было заключено 136 сделок по приобретению зарубежных активов российскими компаниями общей стоимостью около 10 млрд долл.) и сталкиваются с опытным менеджментом, национальными законодательными нюансами и другими особенностями ведения бизнеса за рубежом.

Глубокое понимание не только стратегической целесообразности и процесса проведения покупки компании, но и всего разнообразия методов структурирования и финансирования сделки становится важным фактором ее успеха. Другим важным фактором на этапе конкуренции за активы становится экономически обоснованная и реалистичная оценка объекта приобретения и возможных синергетических эффектов, позволяющая жестко определить ценовой диапазон и избежать риска переплаты.

Активность на российском рынке слияний и поглощений способствует развитию специализации в этой области: в компаниях создаются специализированные отделы по слияниям и поглощениям, предоставляются консультационные услуги, охватывающие финансовые, налоговые, юридические и прочие аспекты проведения сделок, растет интерес к изучению предмета слияний и поглощений в вузах.

Новое издание книги Патрика Гохана «Слияния, поглощения и реструктуризация компаний» позволит заинтересованным читателям получить или углубить свои знания в этой области. Автор подробно раскрывает стратегические мотивы

осуществления сделок, технологии проведения противозахватных мероприятий, процесс структурирования и финансирования сделок через ЛВО и применение программ участия менеджмента и сотрудников в акционерном капитале. Наряду с этим анализируются особенности проведения оценки для слияний и поглощений в разрезе публичных и частных компаний. Описание истории развития американского рынка слияний и поглощений, а также многочисленные практические примеры, приведенные в книге, позволяют получить наиболее полное представление о теме.

*Михаил Царев,
Управляющий партнер по стратегическому развитию,
КПМГ в России и СНГ*

ПРЕДИСЛОВИЕ

Область слияний и поглощений продолжает переживать значительный рост. Обычным делом стали рекордные мегаслияния. И в самом деле, в то время как когда-то мегаслияния были главным образом американским феноменом, нынешняя пятая волна слияний, которая началась в 1990-е гг., стала поистине международной. Так, некоторые из самых масштабных слияний и поглощений произошли в Европе. Это подчеркивается тем фактом, что крупнейшей за всю практику слияний сделкой стало враждебное поглощение немецкой компании британской.

Когда с началом экономического спада 1990–91 гг. закончилась четвертая волна слияний, казалось, что потребуется некоторое время, прежде чем снова будет достигнут объем сделок, аналогичный объему 1980-х гг. Парадоксально, но после очень короткой паузы поднялась новая волна слияний – и на сей раз это была глобальная волна. Сделки этого периода отчасти стали результатом расширения экономики, в условиях которого компании использовали слияния и поглощения как самый быстрый способ роста.

Экономический рост был не единственной причиной большого объема сделок, совершавшихся по всему миру. Свою роль сыграли также процессы ослабления государственного регулирования в Европе и развитие общеевропейской экономики. Такие страны, как Канада и Австралия, также продемонстрировали значительно более высокий объем сделок. В Азии картина, однако, была иной. Здесь, в то время как азиатская экономика оставалась слабой, чаще применялись реструктуризация и разукрупнение. Компании в Японии и Корее, долгое время защищенные в высшей степени зарегулированными экономическими структурами своих стран, теперь должны были рассматривать банкротство и другие формы реструктуризации как способы решения своих экономических проблем.

Сделки пятой волны слияний имеют большую стратегическую направленность, чем сделки 1980-х гг. Прорывные сделки, совершаемые с целью обеспечения быстрой прибыли своим участникам, встречаются нечасто. Слияния 1990-х носят более выраженный стратегический характер.

В Соединенных Штатах консолидация в некоторых отраслях осуществлялась посредством серийных сделок, что привело к формированию более олигополистической рыночной структуры. Хотя число конкурентов снизилось, участники сделок нередко, казалось, не увеличивали своей рыночной силы. Вместо этого они стремились достичь сокращения затрат через экономию от масштаба и расширение рыночных возможностей. Хотя эти сделки были весьма популярными в середине 1990-х гг., к началу 2000 г. рынок потерял к ним интерес.

Многие из методов, ранее применявшихся в сделках слияний и поглощений, по-прежнему уместны, но появились и новые правила, которые учитывают ошибки прошлых периодов, а также ныне действующие экономические и финансовые условия. Остается надеяться, что эти новые правила сделают слияния пятой волны более солидными и прибыльными, чем это было в прошлом.

Цель этой книги решительно прагматическая. Я попытался написать ее в стиле, который был бы полезен и для лиц, изучающих экономику, и для практикующих специалистов. Поскольку мир слияний и поглощений, несомненно, междисциплинарен, наряду с корпоративными финансами, которые находятся в центре внимания этой книги, используется материал из областей юриспруденции и экономики. Опыт финансистов-практиков был интегрирован с исследованиями теоретиков сферы финансов. Например, три главы в данной книге посвящены оценке предприятий, включая оценку закрытых частных компаний. Это важный вопрос, который традиционными финансовыми учебниками обычно игнорируется. Значительная часть финансовой литературы делится на две группы – практическую и теоретическую. Очевидно, обе группы внесли свой ценный вклад в отрасль слияний и поглощений. Эта книга пытается соединить эти вклады в один всеобъемлющий формат.

Рост активности в сфере слияний и поглощений вызвал активизацию научных исследований в этой области. Данная книга пытается синтезировать некоторые из наиболее важных и значимых научных исследований и представить их результаты простым и прагматичным языком. Поскольку эти исследования, как правило, весьма объемны, то освещаются только результаты наиболее важных из них. Такие вопросы, как влияние противозахватных мероприятий на размеры богатства акционеров, имеют серьезное значение для инвесторов, которые озабочены влиянием оборонительных действий корпораций на стоимость их инвестиций. Этот вопрос является хорошим примером важности практического вклада научно-исследовательской литературы в решение насущных проблем экономической политики.

Я не стал помещать в книгу теоретические исследования, которые имеют меньшее значение для людей, стремящихся к практическому применению слияний и поглощений. Однако некоторый теоретический анализ, например теория агента, может быть полезен, в частности, в объяснении отдельных мотивов, побуждающих топ-менеджеров стремиться к выкупу компаний от своего имени. Материал из теории портфеля поможет объяснить некоторые снижающие риск выгоды, которые могут быть извлечены инвесторами в бросовые облигации посредством диверсификации. Эти теоретические по своему характеру описания представлены здесь потому, что они имеют важное значение для реального мира слияний и поглощений. Быстро развивающаяся природа слияний и поглощений требует постоянного обновления, поэтому мною были предприняты все усилия для того, чтобы включить в книгу самые последние события, происшедшие накануне опубликования.

Хотелось бы пожелать читателю приятного и прибыльного путешествия по миру слияний и поглощений.

Часть 1

ОСНОВЫ

ВВЕДЕНИЕ

После короткого затишья слияния и поглощения возобновили свой безумный бег, начавшийся и бурно развивавшийся в период четвертой волны слияний 1980-х гг. В середине 1990-х нас «накрыла» пятая волна слияний, которая характеризовалась объемом сделок, превосходившим уровень 1980-х — уровень одного из наиболее интенсивных периодов деятельности по слияниям в экономической истории США XX столетия. Еще одна такая волна прокатилась в конце 1960-х гг., а две более ранние имели место на рубеже столетий и в 1920-е гг.

Четвертая волна уникальна в сравнении с тремя предыдущими. В этот период особую роль играли враждебные поглощения и компании-рейдеры. Кроме того, в 1980-е гг. рынок бросовых облигаций стал инструментом финансирования крупнейших операций, посредством которого покупатели корпораций получали доступ к миллиардам долларов для финансирования поглощений самых крупных и авторитетных корпораций Соединенных Штатов. Доступ к рынкам долгосрочного ссудного капитала позволил мегаслияниям стать реальностью. Возобновление деятельности по слияниям и поглощениям в 1990-е гг. быстро превратилось в пятую волну слияний. О ее интенсивности свидетельствует тот факт, что в одном лишь 1998 г. произошли сразу несколько сделок из десяти крупнейших в истории США (таблица 1.1).

Для 1980-х гг. характерен беспрецедентный объем деятельности по слияниям и поглощениям в сравнении с предыдущими периодами. Но не только объем слияний и поглощений достиг исторического максимума (таблица 1.2 и рисунок 1.1) — постепенно увеличивалась средняя цена каждого поглощения (рисунок 1.2). До 1980-х гг. наиболее крупные американские компании не имели особой необходимости беспокоиться о защите своей независимости. Однако с появлением враждебных попыток поглощений они начали воздвигать мощные оборонительные рубежи против захватов и все настоятельнее призывали власти штатов принять законы, затрудняющие враждебные поглощения.

В 1980-е гг. наблюдались как быстрый рост, так и падение уровней выкупов с долговым финансированием (leveraged buyout, LBO), то есть с использованием заемного капитала для финансирования выкупа акций корпорации. В процессе LBO публичная компания становится частной посредством скупки ее акций, находящихся в свободном обращении. Эта техника финансирования

была популярной в середине 1980-х гг., но стала реже применяться к концу десятилетия, когда число подходящих для ЛВО целей уменьшилось. Конец десятилетия также продемонстрировал значительное сужение рынка бросовых облигаций, когда рейдеры и фирмы ЛВО частично потеряли доступ к финансированию, необходимому для совершения таких сделок на заемные средства.

Падение объемов деятельности по слияниям и поглощениям в начале 1990-х прекратилось в 1992 г., когда процесс заключения сделок интенсифицировался. В 1993 г. вновь был достигнут пик полномасштабной волны слияний. Однако эта волна заметно отличалась от предыдущей. Сделки 1990-х гг. — это уже не те обильно финансируемые враждебные операции, столь характерные для 1980-х. Напротив, в 1990-е гг. мы наблюдаем больше стратегических слияний, которые мотивируются отнюдь не получением краткосрочной прибыли и не связаны с высокой долей заемного капитала в структуре финансирования. Для 1990-х и 2000-х гг. также характерно заметное увеличение объема слияний в Европе (рисунок 1.3).

Таблица 1.1. Десять крупнейших слияний и поглощений

Год объявления	Год совершения	Покупатель	Цель	Объем сделки, млрд. долл.
Ноябрь 1999	Июнь 2000	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,8
Январь 2000	Январь 2001	America Online Inc.	Time Warner	164,7
Ноябрь 1999	Июнь 2000	Pfizer Inc.	Warner-Lambert Co.	89,2
Декабрь 1998	Ноябрь 1999	Exxon Corp.	Mobil Corp.	78,9
Январь 2000	Декабрь 2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	76,0
Апрель 1998	Октябрь 1998	Travelers Group Inc.	Citicorp	72,6
Май 1998	Октябрь 1999	SBC Communi- cations Inc.	Ameritech Corp.	62,6
Январь 2000	Май 2000	Shareholders	Nortel Networks Corp.	61,7
Апрель 1998	Сентябрь 1998	NationsBank Corp.	BankAmerica Corp.	61,6
Январь 1999	Июнь 1999	Vodafone Group PLC	AirTouch Communications Inc.	60,3

Авторы настоящей книги описывают расширение и развитие сферы слияний и поглощений, используя метод исторической ретроспективы, а также обзор законов и правил, управляющих игрой слияний и поглощений. Кроме того, рассматриваются стратегии и мотивы, «вдохновляющие» слияния и поглощения. Широкий диапазон наступательных тактических приемов и оборонительных мер, которые могут быть применены с целью отражения попытки враждебного поглощения, изучается с точки зрения как управленческого звена, так и акционеров. Далее рассматривается воздействие, оказываемое на богатство акционеров различными наступательными и оборонительными тактиками.

Таблица 1.2. Объявления о слияниях и поглощениях в США, 1963–2000 гг.

Год	Кол-во	Изменение (%)	Год	Кол-во	Изменение (%)
1963	1 361	—	1982	2 346	-2
1964	1 950	43	1983	2 533	8
1965	2 125	9	1984	2 543	1
1966	2 377	12	1985	3 001	18
1967	2 975	25	1986	3 336	11
1968	4 462	50	1987	2 032	-39
1969	6 107	37	1988	2 258	11
1970	5 152	-16	1989	2 366	5
1971	4 608	-11	1990	2 074	-12
1972	4 801	4	1991	1 877	-9
1973	4 040	-16	1992	2 574	37
1974	2 861	-29	1993	2 663	3
1975	2 297	-20	1994	2 997	13
1976	2 276	-1	1995	3 510	17
1977	2 224	-2	1996	5 848	67
1978	2 106	-5	1997	7 800	33
1979	2 128	1	1998	7 809	-1
1980	1 889	-11	1999	9 278	19
1981	2 395	27	2000	9 602	4

Источник: *Mergerstat Review*, 1990 и 2001.

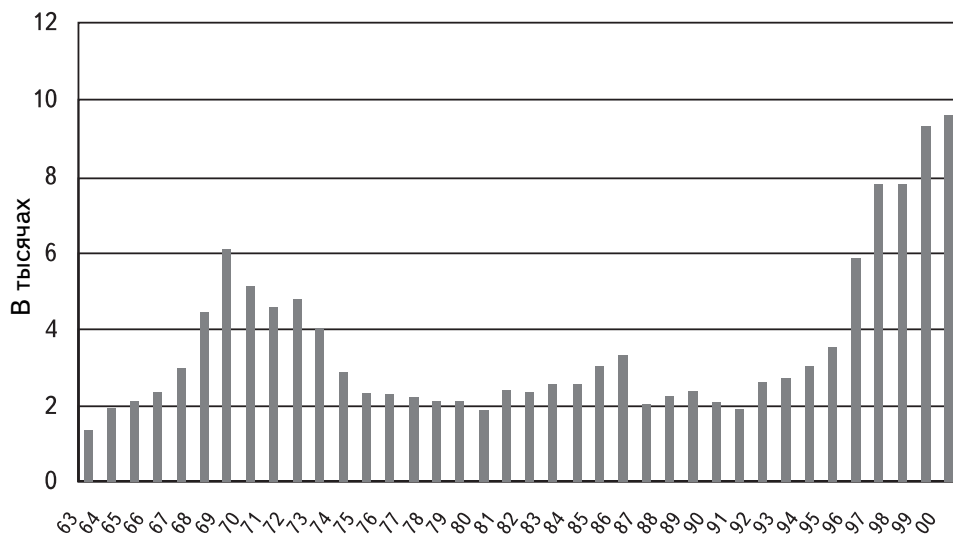


Рисунок 1.1. Объявления о слияниях и поглощениях в США, 1963–2000 гг.

Источник: *Mergerstat Review*, 1981, 1991 и 2001.

Кроме того, подробно анализируются технические приемы LBO: рынок бросовых ценных бумаг, являющийся одним из главных источников финансирования, и программы участия служащих в акционерном капитале (ESOP), являющиеся важным приемом финансирования в некоторых типах LBO.

При совершении сделок с привлечением заемного капитала в некоторых случаях могут возникать налоговые льготы. Поэтому рассматриваются различные

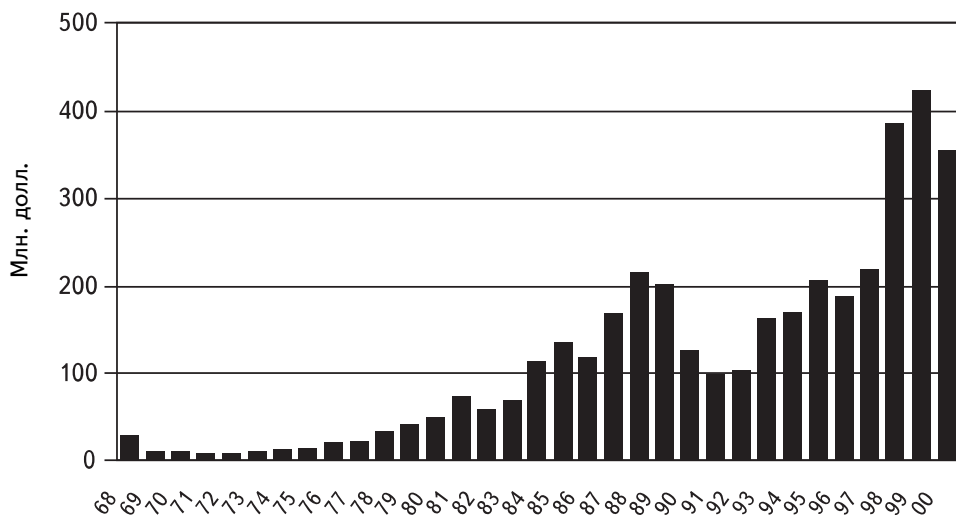


Рисунок 1.2. Средняя цена приобретения в США, 1968–2000 гг.

Источник: *Mergerstat Review*, 1981, 1991 и 2001.

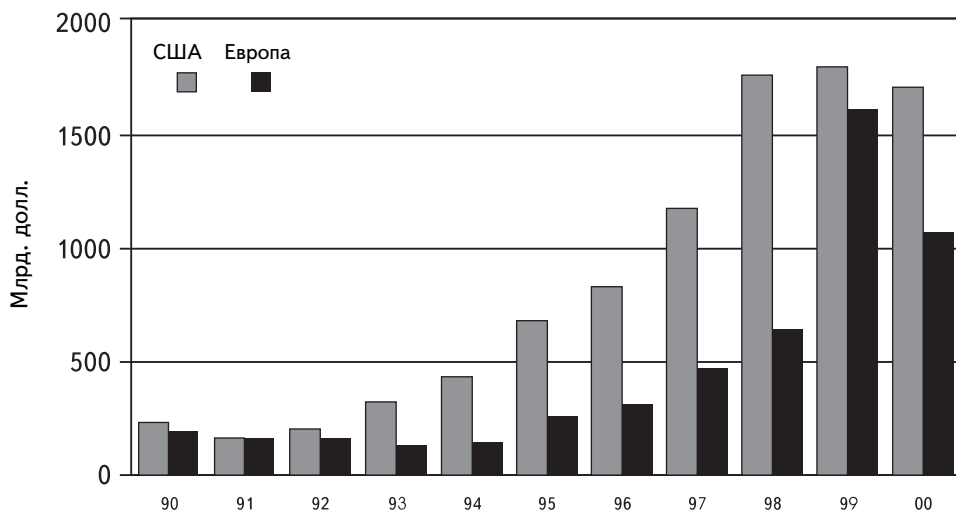


Рисунок 1.3. Слияния и поглощения в США и Европе (в долларах США), 1990–2000 гг.

Источники: 1) Bernard Black, *The First International Merger Wave*, *Miami Law Review* 54, July 2000, pp. 799–818.

2) Thomson Financial Securities Data.

налоговые вопросы, относящиеся как к сделкам, финансируемым заемными средствами, так и к иным сделкам.

Подробно описывается реструктуризация корпораций, которая в отличие от поглощения ведет к уменьшению размеров (разукрупнению). В 1990-е гг. получили распространение различные формы реструктуризации корпораций: дивестиции (*divestiture*), «отпочкование» (*spinoff*) и расщепление капитала (отчуждение акций, *equity carve-out*). Некоторые компании проводили стратегию сокращения, в то время как другие расширялись путем слияний и поглощений. Компании, которые находились в более тяжелом положении, были вынуждены использовать процесс корпоративной реорганизации, установленный законами о банкротстве.

Большая часть книги посвящена процессу оценки для целей слияний и поглощений, который рассматривается в трех основных аспектах:

1. Обзор финансового анализа. Цель — ознакомить читателя с необходимым объемом финансовых знаний, которые были бы ему полезны в процессе оценки.
2. Применение финансового анализа при оценке публичных компаний.
3. Анализ методов оценки частных предприятий.

В настоящей книге весь материал представляется как с научной, так и с практической точки зрения. Прагматика больше интересует вопрос «*как это делать*» и подробное описание слияний и поглощений в реальном мире, а не теоретические выкладки. Такой подход дополняется более традиционным академическим анализом научной литературы в каждой из описываемых областей. Этот двойной (прагматический и академический) подход будет полезен читателю с точки зрения ознакомления с опытом как практиков, так и теоретиков — исследователей, находящихся на переднем крае этой области знаний. Исследования, не имеющие практического значения, не рассматриваются.

ОПРЕДЕЛЕНИЯ

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. Поглощение Electronic Data Systems, возглавлявшейся колоритным главным управляющим Россом Перо (Ross Perot), со стороны General Motors является примером подчиняющего слияния. При *обратном подчиняющем слиянии (reverse subsidiary merger)* дочерняя компания приобретающей компании вливается в цель.

Слияние отличается от *консолидации (consolidation)*, представляющей собой соединение 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. Одним из способов наглядного представления различия между слиянием и консолидацией является следующее. При слиянии $A + B = A$: компания B сливается с компанией A. При консолидации $A + B = C$, где C является совершенно новой компанией. 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 часто размывается, и термин *слияние* более широко применяется к комбинациям, которые включают фирмы и разных, и близких размеров.

Еще одним термином, который широко используется для описания различных типов таких сделок, является *поглощение (takeover)*. Этот термин более неопределенный и иногда относится только к враждебным сделкам; в других случаях он используется для обозначения как дружественных, так и недружественных слияний.

ОЦЕНКА СДЕЛКИ

Наиболее распространенным методом для оценки сделок является метод, используемый организацией Mergerstat. Стоимость предприятия определяется как стоимость собственного капитала плюс стоимость заемного капитала цели (включая и краткосрочную, и долгосрочную задолженность) и привилегированные акции за вычетом денежных средств. *Стоимость собственного капитала (base equity price)* представляет собой общую цену за вычетом стоимости заемного капитала. Под покупателем понимается компания с большей рыночной капитализацией или компания, которая выпускает акции с целью обменять их на акции другой компании в сделке, где акции меняются на акции.

ТИПЫ СЛИЯНИЙ

Слияния часто классифицируются как горизонтальные, вертикальные или конгломератные. *Горизонтальное слияние (horizontal merger)* происходит, когда объединяются два конкурента. Например, в 1994 г. две компании военно-промышленного комплекса, Northrop и Grumman, объединились в сделке стоимостью 2,17 млрд. долл. Если горизонтальное слияние приводит к увеличению рыночной силы объединенной компании, что будет иметь антиконкурентные последствия, то такое слияние может быть оспорено на основании антитрестовских законов. В последние годы, однако, правительство вело себя довольно либерально и позволяло многим горизонтальным слияниям осуществляться беспрепятственно.

Вертикальными слияниями (vertical mergers) являются объединения компаний, имеющих взаимоотношения покупателя и продавца. Например, в 1993 г. крупней-

шая в мире фармакологическая компания Merck приобрела Medco Containment Services — одного из самых крупных продавцов массовых рецептурных медикаментов — за 6 млрд. долл. Эта операция позволила Merck превратиться из крупнейшей фармацевтической компании в мощного интегрированного производителя и дистрибьютора медицинских препаратов. Эта сделка не была оспорена антитрестовскими регуляторами, хотя сама комбинация явственно привела к появлению более сильной корпорации. Парадоксально, но регулирующие органы ссылались на увеличение конкуренции и снижение цен, как на ожидаемый результат.

Конгломератное слияние (conglomerate merger) происходит, когда компании не являются конкурентами и не находятся в отношениях покупателя и продавца. Одним из таких примеров может быть покупка табачной компанией Philip Morris в 1985 г. компании General Foods за 5,6 млрд. долл. Очевидно, обе эти компании находились в достаточно далеких сферах экономической деятельности. Целесообразность конгломератных поглощений описывается в главе 4.

ПРИЧИНЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Как рассказывается в главе 4, существуют несколько возможных мотивов, или причин, по которым компании осуществляют слияния или поглощения. Одним из наиболее распространенных мотивов является расширение. Приобретение другой компании в сфере бизнеса или географической зоне, куда хочет проникнуть компания-покупатель, может быть более быстрым путем расширения, чем расширение внутреннее. Поглощение конкретной компании может дать определенные синергетические выгоды приобретателю, например, когда два вида экономической деятельности дополняют друг друга. Однако поглощение может быть и частью программы диверсификации, которая позволяет компании перейти к другим видам экономической деятельности.

Стремясь к расширению, компании, вовлеченные в слияния и поглощения, ссылаются на желание получить синергетический выигрыш как на одну из причин сделки. Синергия существует, когда сумма слагаемых более продуктивна и ценна, чем отдельные компоненты. Существует множество потенциальных источников синергии, и они описываются в главе 4.

Некоторые слияния и поглощения мотивируются финансовыми факторами. Например, осуществляемый покупателем финансовый анализ может обнаружить, что цель недооценена. Это значит, что стоимость для покупателя значительно превосходит рыночную стоимость компании-цели, даже когда к цене поглощения добавляется премия, которая обычно ассоциируется с изменением в контроле.

Другие мотивы, например налоговые, также могут играть роль в решении о поглощении. Такие мотивы более подробно рассматриваются в главе 15.

ФИНАНСИРОВАНИЕ СЛИЯНИЙ

Слияния оплачиваются несколькими способами: или только деньгами, или только ценными бумагами, или комбинацией денег и ценных бумаг. Сделки с ценными бумагами могут использовать акции покупателя, а также другие

ценные бумаги, в частности долговые инструменты. Акции могут быть либо обыкновенными, либо привилегированными; а также зарегистрированными, что означает возможность свободной торговли на организованных биржах, или ограниченными, когда их нельзя предлагать для публичной продажи, хотя частные сделки между ограниченным числом покупателей, таких как институциональные инвесторы, разрешаются.

Сделки с акциями могут давать продавцу некоторые налоговые льготы, которых сделки с деньгами не дают. Однако сделки с ценными бумагами требуют от сторон четких договоренностей о стоимости ценных бумаг, что подчас создает некоторую неопределенность и дает деньгам преимущество над ценными бумагами в сделках с позиции продавца. Для больших сделок полностью денежная компенсация обычно предполагает, что покупатель должен влезть в долги, а это несет с собой нежелательные последствия риска. Хотя в 1980-е гг. сделки с ценными бумагами были довольно распространены, в 1990-е гг. такие сделки стали менее популярны. Различные преимущества и влияние на стоимость сделок с деньгами в сравнении со сделками с ценными бумагами описываются в главах 13 и 15.

ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ УЧАСТНИКИ СЛИЯНИЙ

Когда компания решит, что хочет поглотить другую компанию или слиться с ней, она, как правило, прибегнет к помощи внешних профессионалов. Таковыми профессионалами обычно являются инвестиционные банкиры, адвокаты, бухгалтеры и специалисты по оценке. Инвестиционные банкиры могут оказать ряд услуг, включая помощь в выборе подходящей цели, оценку цели, совет по стратегии и предоставление необходимого финансирования для совершения сделки. В разгар четвертой волны слияний в 1980-е гг. гонорары за консультации и финансирование слияний были важным компонентом общей доходности главных инвестиционных банков. Таблица 1.3 показывает ранжирование финансовых консультантов в области слияний и поглощений.

Инвестиционным банкам часто приходится сталкиваться с проблемами, связанными с конфликтами между различными департаментами этих больших финансовых учреждений, которые играют очень разные роли в процессе слияния. Инвестиционные банки часто имеют арбитражные департаменты, способные накапливать акции компании, которая затем может быть поглощена. Если они покупают акции до того, как рынок убеждается, что компания будет куплена, они могут купить их по цене значительно ниже окончательной цены приобретения, обычно включающей премию сверх той цены, по которой торгуется акция. Этот процесс, полный рисков, известен как *рисковый арбитраж (risk arbitrage)*. Если инвестиционный банк консультирует клиента относительно возможного приобретения компании, совершенно необходимо, чтобы между арбитражным департаментом и консультантами, работающими непосредственно с клиентами, была «возведена Китайская стена», так чтобы арбитражеры не могли воспользоваться информацией, которую имеют консультанты и которая пока еще не готова для выхода на рынок. Извлекать экономическую выгоду из такой *внутренней информации (inside information)* противозаконно. Подробнее об этом рассказывается в главе 3.

Таблица 1.3. Ранжирование американских финансовых консультантов, 01.01.00–31.12.00

Место	Финансовый консультант	Общая сумма инвестированного капитала проведенных сделок (млрд. долл.)	Общее число сделок
1	Goldman Sachs & Co.	758,9	187
2	Morgan Stanley Dean Witter	523,1	152
3	Merrill Lynch & Co.	494,6	158
4	Salomon Smith Barney	481,6	153
5	Credit Suisse First Boston	480,0	383
6	Wasserstein Perella Group	262,6	37
7	Chase Manhattan Group Corp.	218,6	115
8	J. P. Morgan & Co.	182,6	85
9	Lehman Brothers	152,5	110
10	UBS Warburg AG	128,0	83

Источник: *Mergerstat Review*, 2001.

Таблица 1.4. Ранжирование американских юридических консультантов, 01.01.00–31.12.00

Место	Юридический консультант	Общая сумма инвестированного капитала проведенных сделок (млрд. долл.)	Общее число сделок
1	Sullivan & Cromwell	707,6	135
2	Simpson Thacher & Bartlett	700,1	114
3	Skadden Arps Slate Meagher & Flom	572,1	118
4	Dewey Ballantine	419,3	110
5	Morris Nichols Arsht & Tunnell	404,5	76
6	Gleary Gottlieb Steen & Hamilton	358,4	68
7	Cravath Swaine & Moore	338,7	51
8	Wachtell Lipton Rosen & Katz	325,4	98
9	Jones Day Reavis & Pogue	302,2	195
10	Fried Frank Harris Shriver & Jacobson	289,0	68

Источник: *Mergerstat Review*, 2001.

В 1990-е гг. роль инвестиционных банков несколько изменилась. Дельцы, гонявшиеся за сделками, чтобы просто получить свои гонорары, вышли из моды. Компании, занимавшиеся слияниями и поглощениями, стали стремиться глубже участвовать в сделках и взяли на себя некоторые из обязанностей, которые в 1980-е гг. делегировались инвестиционным банкам. Многие компании стали направлять деятельность своих инвестиционных банкиров в отличие

от простого следования их инструкциям, как они поступали в предыдущем десятилетии.

Поскольку слияния и поглощения окружает очень сложная юридическая среда, юристы также играют ключевую роль в успехе процесса поглощения. Юридические фирмы могут быть более важны во враждебных поглощениях, чем в дружественных, потому что часть сопротивления компании-цели проявляется в виде юридического маневрирования. Может потребоваться подача подробных документов в Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC), которые следует готовить под руководством юридических экспертов. При слияниях и поглощениях как частных, так и публичных компаний существует процесс *проверки благонадежности (due diligence)*, выполнение которого имеет смысл поручать юристам. В таблице 1.4 перечислены ведущие юридические консультанты в области слияний и поглощений по состоянию на 2000 г.

Важную роль в слияниях и поглощениях играют бухгалтеры. У них имеется свой процесс проверки бухгалтерской благонадежности компании. Кроме того, бухгалтеры выполняют различные другие функции, такие как подготовка прогнозных финансовых отчетов, основанных на сценариях, предлагаемых руководством и другими профессионалами.

Еще одной группой профессионалов, оказывающих важные услуги в процессе слияний и поглощений, являются эксперты по оценке. Эти специалисты могут привлекаться как компанией-покупателем, так и компанией-целью для определения стоимости компании. В главах 13 и 14 мы увидим, что эта стоимость варьируется в зависимости от используемых предпосылок. Поэтому эксперты в процессе оценки выстраивают модели, основанные на различных предпосылках, например темпе роста доходов или издержках, которые могут быть устранены после сделки. По мере того как эти и другие предпосылки изменяются, итоговое значение стоимости также может меняться.

ВЫКУП С ПОМОЩЬЮ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ (LBO)

В случае LBO покупатель использует заемный капитал для финансирования поглощения компании. Термин LBO обычно используется для обозначения поглощений публичных компаний, при которых поглощенная компания становится частной. Этот процесс называется *приватизацией (going private)* — превращение компании в закрытую, потому что весь публичный акционерный капитал покупается обычно небольшой группой или единственным покупателем и акции компании больше не торгуются на рынках ценных бумаг. Одним из вариантов LBO является выкуп компании менеджерами (*management buyout*), когда покупателем компании или подразделения компании становятся ее менеджеры.

Большинство LBO являются выкупами небольших или среднего размера компаний или подразделений крупных компаний. Однако бывают и исключения. В 1989 г. финансовый мир потрясла крупнейшая по тем временам сделка LBO стоимостью 25,1 млрд. долл. с целью приобретения RJR Nabisco со стороны Kohlberg Kravis & Roberts.

После четвертой волны слияний практика выкупов с долговым финансированием уменьшилась, но несколько восстановилась в ходе пятой волны (рисунок 1.4). Этому способствовало несколько причин, включая обвал рынка бросовых облигаций. Эти вопросы подробно обсуждаются в главах 7 и 8.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ КОРПОРАЦИЙ

Термин *реструктуризация корпораций* (*corporate restructuring*) обычно подразумевает распродажу активов, например *дивестиция* (*divestiture*). Компании, поглотившие другие фирмы или создавшие новые подразделения через такие виды деятельности, как расширение ассортимента продукции, могут решить, что эти подразделения больше не соответствуют планам компании. Решение продать части компании может быть результатом плохой работы подразделения, финансовых трудностей или изменения стратегической ориентации компании. Например, компания может решить перефокусировать свой основной бизнес и продать неосновные дочерние компании. Деятельность такого рода активизировалась после окончания третьей волны слияния, когда многие компании, которые занимались разнообразными поглощениями с целью построения конгломератов, начали сомневаться в целесообразности этих комбинаций.

Есть несколько форм продажи корпораций, и дивестиции — лишь одна из них. В начале 1990-х гг. особую популярность приобрели «отпочкования», а другим способом осуществления распродаж стало расщепление капитала. Относительные выгоды каждого из этих альтернативных средств продажи части компании описываются в главе 10.

Другой формой корпоративной реструктуризации является реструктуризация затрат и рабочей силы. В 1990-е гг. мы видели, как многие компании занимались *корпоративными сокращениями* (*corporate downsizing*), стремясь

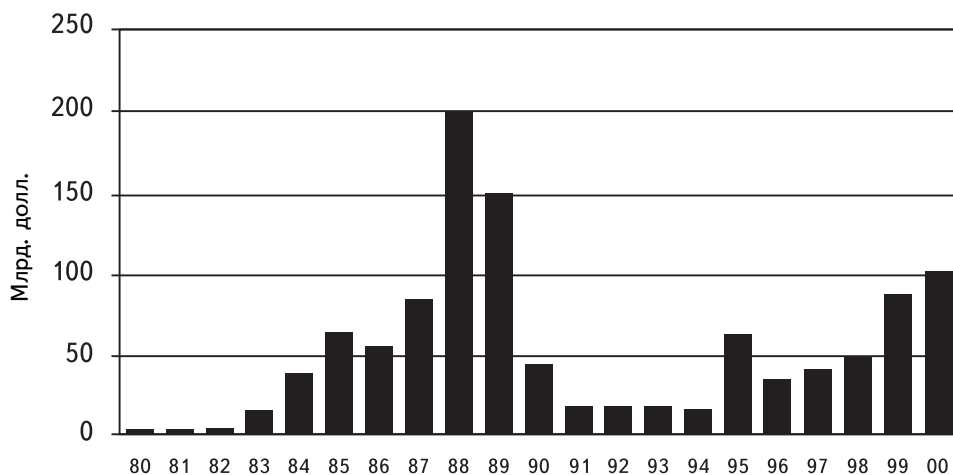


Рисунок 1.4. Суммарная мировая стоимость выкупов с долговым финансированием в долларах США, 1980–2000 гг.

Источник: Thomson Financial Securities Data.

стать более эффективными. Это поощрялось несколькими факторами, включая спад 1990–1991 гг. и давление международной конкуренции в результате глобализации мировых рынков.

Еще одной формой реструктуризации корпораций является *финансовая реструктуризация* (*financial restructuring*), под которой понимается изменение структуры капитала компании, например увеличение заемного капитала и, соответственно, увеличение финансового рычага. Хотя реструктуризация такого типа важна в финансах корпорации и нередко выполняется как часть финансовых мероприятий в процессе слияний и поглощений, она не рассматривается в данной книге как форма корпоративной реструктуризации. Напротив, термин *реструктуризация* чаще используется для форм реструктуризации, затрагивающих активы (например дивестиции).

ПЕРЕГОВОРЫ О СЛИЯНИИ

Переговоры по большинству слияний и поглощений проходят в дружественной атмосфере. Процесс этот, как правило, начинается, когда руководство одной компании связывается с руководством целевой компании, нередко через инвестиционных банкиров своей компании. Руководство обеих компаний регулярно информирует соответствующие советы директоров о продвижении переговоров, потому что слияние обычно требует одобрения совета директоров. Иногда этот процесс продвигается гладко и приводит к быстрому соглашению о слиянии. Хорошим примером такого развития событий является поглощение Capital Cities/ABC Inc. со стороны Walt Disney Co. в 1995 г. стоимостью 19 млрд. долл. Несмотря на размер этой сделки, топ-менеджеры двух компаний быстро пришли к взаимопониманию и дружественная сделка была завершена в относительно короткие сроки. В других случаях дружественные переговоры могут прерваться, приведя к прекращению процесса приобретения или к враждебному поглощению. Примером неудачных переговоров по сделке, которые привели к враждебной покупке, было тендерное предложение 1995 г. со стороны Moore Corporation с целью приобретения Wallace Computer Services, Inc. В этом случае переговоры между двумя закорекоменными врагами в области производства бланков и печатей продолжались в течение пяти месяцев и затем были прекращены, что привело к враждебному предложению на сумму 1,3 млрд. долл.

За исключением враждебных сделок слияния обычно являются продуктом переговорного процесса между руководствами сливающихся компаний. Покупающая компания обычно начинает переговоры, связываясь с руководством компании-цели, чтобы узнать, продается ли компания, и проявить свой интерес к покупке. Этот интерес может быть продуктом обширного долговременного поиска хороших кандидатов на поглощение. Однако это может быть и свежий, неожиданный интерес, возбужденный инвестиционным банком покупателя, обратившимся к нему с предложением о том, что, по его мнению, есть предприятие, которое заинтересует покупателя. В случае небольших поглощений посредником может выступить также брокер по продаже предприятий.

И покупатель, и целевая компания должны провести свой собственный оценочный анализ для определения того, сколько стоит компания-цель. Как

описывается в главах, посвященных оценке, стоимость компании-цели для покупателя может отличаться от стоимости компании для продавца. Оценки могут отличаться из-за различного использования активов цели или различных мнений относительно будущего роста цели. Если компания-цель считает, что она стоит значительно больше, чем готов заплатить покупатель, дружественная сделка может оказаться невозможной. Если, однако, продавец заинтересован в продаже и обе стороны в состоянии достичь соглашения по цене, сделка вполне может стать реальной. Другие возможные вопросы, такие как финансовые и регулятивные одобрения (если они необходимы), должны быть решены до того, как переговорный процесс приведет к завершению сделки.

Раскрытие информации о переговорах о слиянии

До 1988 г. было неясно, какие обязательства по раскрытию своей деятельности несли компании, вовлеченные в переговоры о слиянии. Однако в 1988 г. в основополагающем решении по делу *Basic Inc. против Levinson* Верховный суд США постановил, что отказ признать факт переговоров, в то время как на самом деле они имеют место, недопустим. Компании не должны обманывать рынок, распространяя неточную или вводящую в заблуждение информацию, даже когда обсуждения носят предварительный характер и не демонстрируют особой надежды на достижение итогового результата.

Эта позиция Верховного суда отменила более ранние решения, которые относились к предложениям или переговорам как явлениям нематериальным. Решения по *Basic против Levinson* не идет настолько далеко, чтобы требовать от компании раскрытия всех планов или внутренних предложений, касающихся поглощений. Переговоры между двумя потенциальными партнерами по слиянию, однако, нельзя отрицать.

До сих пор неясно, когда именно следует производить раскрытие информации. С учетом требований раскрытия, действия компании могут быть ускорены давлением рыночной спекуляции. Всегда трудно конфиденциально продолжать такие переговоры и планирование в течение сколько-нибудь продолжительного времени. Вместо того чтобы позволить информации медленно просачиваться за пределы компаний, участвующих в сделке, компания обязана строго придерживаться должной процедуры раскрытия, коль скоро становится ясно, что сохранение конфиденциальности трудно соблюсти или что более ранние заявления, которые делала компания, необходимо уточнить.

В случаях, когда появляются предположения о том, что планируется поглощение, могут происходить значительные рыночные движения цен акций участвующих в сделке компаний, особенно компании-цели. Такие рыночные движения, скорее всего, вызовут вопросы со стороны биржи, на которой торгуется компания, или со стороны Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг (National Association of Securities Dealers, NASD). Хотя биржи подвергаются критике за некоторую неохотность в обеспечении соблюдения этих правил, неудовлетворительный ответ со стороны компаний-участниц может вызвать дисциплинарные меры против них.

ПРОЦЕДУРЫ ОДОБРЕНИЯ СЛИЯНИЙ

В Соединенных Штатах каждый штат имеет законодательный акт, устанавливающий порядок слияний и поглощений корпораций. Правила для местных и иностранных компаний могут быть различными. После того как совет директоров каждой компании приходит к соглашению, они принимают резолюцию, одобряющую сделку. Эта резолюция содержит названия участвующих в сделке компаний и название новой компании, а также финансовые условия сделки и другую необходимую информацию, в частности указание метода, который будет использоваться для конвертации ценных бумаг каждой компании в ценные бумаги созданной в результате слияния корпорации. Если вносятся какие-либо изменения в уставные документы корпорации, это должно быть оговорено в резолюции.

Затем сделка передается на одобрение акционерам. После одобрения акционерами план слияния должен быть подан соответствующему должностному лицу штата — как правило, секретарю штата. Документ, содержащий этот план, называется *порядок слияния или консолидации (articles for merger or consolidation)*. После того как официальное лицо штата определяет, что необходимые документы получены, выдается сертификат о слиянии или консолидации.

Правила Комиссии по ценным бумагам и биржам требуют от компаний предоставления заявления на выдачу доверенности по форме 14А. Пункт 14 этой формы определяет конкретную информацию, которая должна быть включена в заявление о доверенности для случаев голосования по одобрению слияния, продажи значительных активов или ликвидации или упразднения корпорации. Для компаний — целей слияния эта информация должна содержать условия и причины такой сделки, а также описание учетной политики и налоговых последствий сделки. Необходимо также наличие финансовых отчетов компании и отчетов, касающихся соблюдения соответствующих правил штатов и федеральных правил. Кроме того, могут требоваться заключения о справедливости оценки и некоторые другие относящиеся к сделке документы.

Специальные комитеты советов директоров

Совет директоров может сформировать специальный комитет для оценки предложения о слиянии. Директора, которые лично выигрывают от слияния, например, когда предложение о выкупе содержит положения о том, что управляющие директора могут получить потенциальную выгоду от сделки, не должны быть членами этого комитета. Чем более сложна сделка, тем более вероятно, что будет сформирован такой комитет. Этот комитет должен обращаться за юридической поддержкой, чтобы разобраться в многочисленных юридических вопросах, таких как справедливость сделки, правила оценки предприятия и др. Этот комитет и совет директоров вместе должны обеспечить тщательное рассмотрение всех аспектов сделки. Суд позднее может подвергнуть рассмотрению процесс принятия решения, как, например, случилось в деле *Smith v. Van Gorkom*, которое описывается в главе 13. В этом деле суд пришел к выводу, что директора несут персональную ответственность, поскольку процесс принятия решений был неправильным, несмотря на то что само решение было очевидно хорошим для акционеров.

Заключения о справедливости оценки

Как правило, совет директоров привлекает внешнюю оценочную компанию, например инвестиционный банк или специализирующуюся на оценке фирму, с тем чтобы оценить условия и цены сделки. Эта компания готовит заключение о справедливости оценки, в котором, в частности, может указать, что предложение находится в рамках, которые она считает обоснованными. Согласно одному опросу¹, для сделок, оцениваемых суммой менее 5 млрд. долл., средний гонорар за заключение о справедливости оценки составлял 600 тыс. долл., а для сделок, оцениваемых на сумму более 5 млрд. долл., — 4,6 млн. долл. Эти заключения могут быть довольно краткими и обычно лишены подробного финансового анализа. Предполагается, однако, что в основе самого заключения лежит именно такой детальный финансовый анализ. Частью представляемого заключения является сообщение оценщиком о том, что конкретно было исследовано и проверено, а что нет. Также должны быть указаны полученные гонорары и все потенциальные конфликты интересов.

После достижения взаимоприемлемых условий и получения одобрения совета директоров, сделка передается на одобрение акционеров, которое осуществляется путем голосования. Точный процент голосов «за», необходимый для получения одобрения сделки акционерами, зависит от особенностей устава предприятия, который, в свою очередь, регулируется преобладающими в данном штате законами о корпорациях. После одобрения каждая компания подает необходимые документы властям штата, где она зарегистрирована. По окончании этого шага и передачи компенсации сделка завершена.

УПРОЩЕННОЕ СЛИЯНИЕ

Упрощенное слияние имеет место в ситуациях, когда процесс одобрения со стороны акционеров не является необходимым. Одобрение акционеров можно обойти, если акции корпорации сконцентрированы в руках небольшой группы, которая выступает за слияние (например, в руках руководства). Законы некоторых штатов разрешают этой группе принять сделку самостоятельно, без запрашивания одобрения других акционеров. Совет директоров просто одобряет слияние путем принятия резолюции.

Упрощенное слияние может происходить только тогда, когда пакеты акций, находящиеся во владении сотрудников компании, превышают определенный порог, указанный действующими в штате законами о корпорациях. Этот процент варьируется в зависимости от штата регистрации компании, но обычно он находится в диапазоне от 90% до 95%. В частности, по законам штата Делавэр процент для упрощенного слияния составляет 90%.

¹ *The Daily Deal*, February 28, 2001. Источник: CommScan/Computsoft Research Ltd., New York.

ОБРАЩЕНИЕ С МИНОРИТАРНЫМИ АКЦИОНЕРАМИ И «ВЫМОРАЖИВАНИЕ»

Прежде чем слияние может быть завершено, большинство акционеров должно выразить свое одобрение. Как правило, порогом большинства является доля в 51%. Когда такое большинство одобряет сделку, оставшиеся в меньшинстве акционеры должны выставить на продажу свои акции, даже если они не голосовали в пользу сделки. Об оставшихся в меньшинстве акционерах говорят, что их *вымораживают (be frozen out)* из их позиций. Это требование одобрения большинством разработано для того, чтобы предотвратить *проблему затягивания (holdout problem)*, которая может возникнуть, когда меньшинство пытается задержать завершение сделки до тех пор, пока не получит компенсацию сверх цены акций при поглощении.

Однако это не означает, что несогласные акционеры не имеют прав. Акционеры, считающие, что их акции стоят значительно больше, чем предлагается условиями слияния, могут обратиться в суд и отстаивать свои *права акционеров на оценку (shareholder appraisal rights)*. Чтобы успешно отстаивать эти права, несогласные акционеры должны следовать соответствующим процедурам. Главной из этих процедур является требование о том, что свое несогласие со сделкой акционеры должны выразить в течение определенного периода времени. Затем они могут требовать наличного расчета за разность между «справедливой стоимостью» своих акций и компенсацией, которую они получили фактически. Конечно, корпорации сопротивляются этим маневрам, потому что выплата денег за стоимость акций поднимет проблемы, связанные с позициями других акционеров. Такие иски несогласным акционерам выиграть очень трудно. Акционеры могут подать иск только в том случае, если корпорация не подает иска для определения справедливой стоимости акций после того, как ее уведомили о несогласии и возражениях акционеров. Если такой иск подан, суд может назначить оценщика для определения справедливой стоимости.

ПОКУПКА АКТИВОВ В СРАВНЕНИИ С ПОКУПКОЙ АКЦИЙ

Наиболее распространенная форма слияния или поглощения — это покупка акций приобретаемой или поглощаемой компании. Альтернативой приобретению акций является покупка активов целевой компании. В этом случае компания-покупатель может ограничить свои приобретения только теми частями компании-цели, которые подходят для нужд покупателя. Когда после приобретения активов значительная часть цели остается невыкупленной, сделка является лишь частичным поглощением. Когда покупаются все активы цели, цель становится фактически оболочкой корпорации, в которой содержатся лишь деньги или ценные бумаги, полученные в качестве активов от приобретения. В этих ситуациях корпорация может заплатить акционерам ликвидационный дивиденд и распустить компанию. Или же корпорация может использовать свои ликвидные активы, чтобы приобрести другие активы или другую компанию.

ПРИНЯТИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПРОДАВЦА

Если покупатель приобретает все акции компании-цели, он принимает обязательства продавца. Изменения в собственности на акции компании не освобождают новых владельцев от обязательств продавца. Законы большинства штатов обеспечивают такую защиту, которая иногда называется *обязательства преемника (successor liability)*. Покупатель может избежать принятия на себя обязательств продавца, если покупает только часть активов, а не акции компании-цели. В случаях, когда покупатель приобретает значительную часть активов целевой компании, суды обычно постановляют, что покупатель несет ответственность по обязательствам продавца. Это положение известно как *доктрина трастовых фондов (trust funds doctrine)*. Суд может также постановить, что сделка является слиянием *де-факто*, т.е. покупатель приобрел активы компании-цели и во всех отношениях — для всех намерений и целей — сделка не может расцениваться иначе как слияние.

Вопрос ответственности преемника может также применяться к другим обязательствам компании, таким как контракты с профсоюзами. Позиция Национального управления по вопросам трудовых отношений (National Labor Relations Board) по этой проблеме заключается в том, что после поглощений коллективные трудовые договоры сохраняют свою силу.

ПРЕИМУЩЕСТВА ПРИОБРЕТЕНИЯ АКТИВОВ

Одним из преимуществ приобретения активов в сравнении с приобретением акций является возможность для покупателя обойтись без одобрения со стороны своих акционеров. Такое одобрение обычно является необходимым только тогда, когда активы компании-цели приобретаются с использованием акций компании-покупателя, а покупатель еще не имеет достаточного количества акций для совершения сделки. Если недостаточно одобренных для этой цели акций, то покупателю для получения одобрения, скорее всего, придется предпринять некоторые шаги, включающие, в частности, изменение уставных документов. Это существенно отличается от позиции целевой компании: ее акционерам, возможно, потребуется одобрить продажу значительного числа активов компании. Необходимый процент одобрения акционеров обычно такой же, какой требуется для приобретения акций.

РАСПРОДАЖА АКТИВОВ

Когда корпорация решает продать все свои активы другой компании, она становится лишь пустой оболочкой корпорации с деньгами и/или ценными бумагами в качестве своих единственных активов. Затем компания, возможно, решит раздать оставшиеся деньги своим акционерам в качестве ликвидационного дивиденда и прекратит, таким образом, свое существование. Выручка от продажи активов также может быть распределена через *тендерное предложение об обратном выкупе акций, финансируемое денежными средствами (cash repurchase tender offer)*.

То есть компания делает тендерное предложение на свои собственные акции, используя для их покупки выручку от продажи активов. Возможно также, что корпорация решит развивать какой-нибудь бизнес и в этом случае употребит свои ликвидные активы для покупки других активов или компаний.

Компании, которые решают продолжить свое существование без активов, подпадают под действие закона об инвестиционных компаниях 1940 г. (Investment Company Act of 1940). Этот закон, один из ряда законов о ценных бумагах, принятых после Великой депрессии и связанного с ней краха фондового рынка 1929 г., применяется, когда после продажи активов остаются 100 или более акционеров. Он требует, чтобы инвестиционные компании регистрировались в SEC и придерживались принятых ею правил для инвестиционных компаний. Закон также устанавливает стандарты, которые регулируют деятельность инвестиционных компаний. В частности, он охватывает:

- ценообразование ценных бумаг для публичной продажи;
- выпуск проспектов для продажи ценных бумаг;
- распределение активов внутри портфеля инвестиционной компании.

Если компания, продающая все свои активы, решает инвестировать выручку от продажи активов в казначейские векселя, такие инвестиции этим законом не регулируются.

Существуют два вида инвестиционных компаний: *открытые инвестиционные компании (open-end investment companies)* и *закрытые инвестиционные компании (closed-end investment companies)*. Открытые инвестиционные компании, более известные как взаимные фонды, выпускают акции, которые равны по стоимости фонду (после учета затрат на управление), разделенному на число приобретенных акций. Число акций взаимного фонда увеличивается или уменьшается в зависимости от числа продаваемых новых акций или обратного выкупа акций, выпущенных раньше.

Закрытые инвестиционные компании, как правило, не выпускают новых акций после первоначального выпуска. Стоимость этих акций определяется стоимостью инвестиций, которые делаются с использованием выручки от первоначального предложения акций.

ОБРАТНЫЕ СЛИЯНИЯ

Обратным называется слияние, при котором частная компания может стать публичной путем слияния с публичной компанией, часто неактивной или представляющей собой корпоративную оболочку. Объединенная компания может затем выпустить ценные бумаги и не должна будет при этом нести все затраты и сталкиваться со сложностями, которые, как правило, ассоциируются с первоначальным публичным предложением. Частная компания в результате получает для своих акций значительно большую ликвидность. Другим преимуществом является то, что этот процесс обычно происходит быстро. Кроме того, акции частной компании после сделки торгуются публично, и это может оказаться привлекательным для других компаний-целей, которые стремятся поглотить покупателя. Большинство обратных слияний происходит с неболь-

шими компаниями, ищущими наименее дорогостоящий путь к тому, чтобы стать публичными.

Недавним примером может служить происшедшее в марте 2001 г. обратное слияние на сумму 229 млн. долл. с участием Ariel Corporation и Mayan Network Corp. В этой сделке Mayan поглотила Ariel. Акционеры Mayan получили 90% объединенной компании, а акционеры Ariel — оставшиеся 10%. Необычным аспектом этого обратного слияния явился его размер, поскольку большинство таких сделок, как правило, совершается небольшими компаниями. Сделка была выгодной для обеих компаний, потому что она позволила Mayan, которая только недавно привлекла своих двух первых клиентов, выйти на публичные рынки, одновременно давая Ariel, цена акций и финансирование которой были слабыми, возможность улучшить свое финансовое положение².

ХОЛДИНГОВЫЕ КОМПАНИИ

Вместо того чтобы осуществлять слияния или поглощения, приобретающая компания может купить только часть акций компании-цели и действовать как *холдинговая компания (holding company)*, т.е. компания, которая владеет достаточным пакетом акций, чтобы иметь в целевой компании контролируемую долю. История происхождения холдинговых компаний прослеживается до 1889 г., когда Нью-Джерси стал первым штатом, принявшим закон, позволявший создание корпораций с единственной целью владения акциями других корпораций.

Если покупатель приобретает 100% цели, такая компания называется *дочерней компанией с полным участием (wholly owned subsidiary)*. Однако вовсе не обязательно владеть всеми акциями компании, чтобы осуществлять контроль над ней. Фактически даже доля в 51% может не быть необходимой для того, чтобы позволить покупателю контролировать компанию-цель. Для компании с сильно распыленной структурой акционерного капитала эффективный рабочий контроль может быть установлен с помощью всего лишь 10% или 20% обыкновенных акций, находящихся в обращении.

Преимущества

Холдинговые компании имеют определенные преимущества, которые могут делать эту форму передачи контроля более предпочтительной, чем непосредственное поглощение. Вот некоторые из этих преимуществ:

- *Меньшие затраты.* Используя структуру холдинговой компании, покупатель может приобрести контроль над компанией-целью, вкладывая значительно меньший капитал, чем потребовалось бы в случае 100%-ного поглощения акций. Очевидно, что необходимость приобретения меньшего числа акций позволяет устанавливать более низкую суммарную цену покупки. Кроме того, поскольку от рынка требуется меньше акций,

² Danny Forsten, «Mayan Snares Ariel in \$229 Million Reverse Merger», *The Daily Deal*, 30 March 2001, p. 1.