

Характеристика сделок слияний и поглощений дружественного и недружественного происхождения

© 2010 А.И. Пискунов

Самарский государственный экономический университет

E-mail: nauka@sseu.ru

В статье приведен сравнительный анализ особенностей сделок слияний и поглощений дружественного и недружественного происхождения. Рассмотрена практика российского и западного корпоративного управления в области сделок недружественных поглощений. Сформулированы основные этапы и технология проведения сделок слияния и поглощения компаний.

Ключевые слова: корпоративное управление, слияния и поглощения, дружественное и недружественное поглощение, акции, акционер.

Изучение рынка слияний и поглощений в России и за рубежом, показывает, что на сегодняшний день ни одна компания не застрахована от недружественного поглощения, и чем успешнее бизнес или чем привлекательней имущество предприятия, тем больше вероятность того, что оно может стать объектом сделки недружественного происхождения.

Анализ экономического содержания сделок слияний и поглощений дружественного и недружественного происхождения позволит менеджменту предприятий сформировать комплекс мер по совершенствованию структур корпорации с целью минимизации рисков, связанных с возникновением недружественных поглощений.

Поглощение - это тендерное предложение, которое делает одна компания (компания-покупатель) на определенный пакет обыкновенных голосующих акций другой компании (компания-цель).

Тендерное предложение - предложение на покупку определенного актива, где зафиксирована цена актива, его количество и промежуток времени, в течение которого данное предложение действительно. Информация об этом предложении является, как правило, общедоступной, т.е. известной всем заинтересованным участникам фондового рынка.

Разницу между ценой выкупа одной акции, объявленной в тендерном предложении, и текущей рыночной ценой этой акции в момент выдвижения тендерного предложения называют премией поглощения.

На рынке корпоративного контроля принято делить поглощения на дружественные и недружественные. Попытаемся дать четкое определение каждому типу.

Дружественное поглощение (синоним: оспариваемое тендерное предложение) - это тендерное предложение на выкуп определенного пакета обыкновенных голосующих акций ком-

пании-цели, которое менеджмент компании-покупателя делает менеджменту компании-цели.

Недружественное поглощение - это тендерное предложение, которое менеджмент компании-покупателя выдвигает на открытом фондовом рынке на определенный пакет акций компании-цели. В качестве синонима термина "недружественное поглощение" употребляют термин "непредусмотренное тендерное предложение" либо "оспариваемое тендерное предложение"¹.

Важнейшим отличием недружественного поглощения от дружественного является то, кому делает предложение на выкуп определенного пакета акций менеджмент компании-покупателя. В случае с недружественным поглощением менеджмент компании-цели оказывается полностью отключенным от процесса проведения выкупа, тогда как дружественное поглощение, как правило, проводится на переговорной основе. Данное отличие демонстрируется на следующей схеме (см. рисунок):

- дружественное поглощение проходит через пункт 3, вариант 1 "Переговорный процесс. Предложение менеджменту компании-цели о проведении сделки M&A";
- недружественное поглощение проходит через пункт 3, вариант 2 "Скупка акций компании-цели без проведения переговорного процесса с менеджментом".

Дружественное поглощение - это прежде всего контракт между менеджментом двух компаний, условия которого вырабатываются в переговорном процессе, причем менеджеры компании-цели выступают на таких переговорах в ранге агентов своих акционеров. После того как условия контракта выработаны, менеджеры и совет директоров компании-цели знакомят акционеров с условиями этого договора и пытаются добиться у них его одобрения. Если им

¹ Вагин С.Г. Основные классификации и мотивы M&A // Вестн. Самар. гос. экон. ун-та. Самара, 2006. № 2.

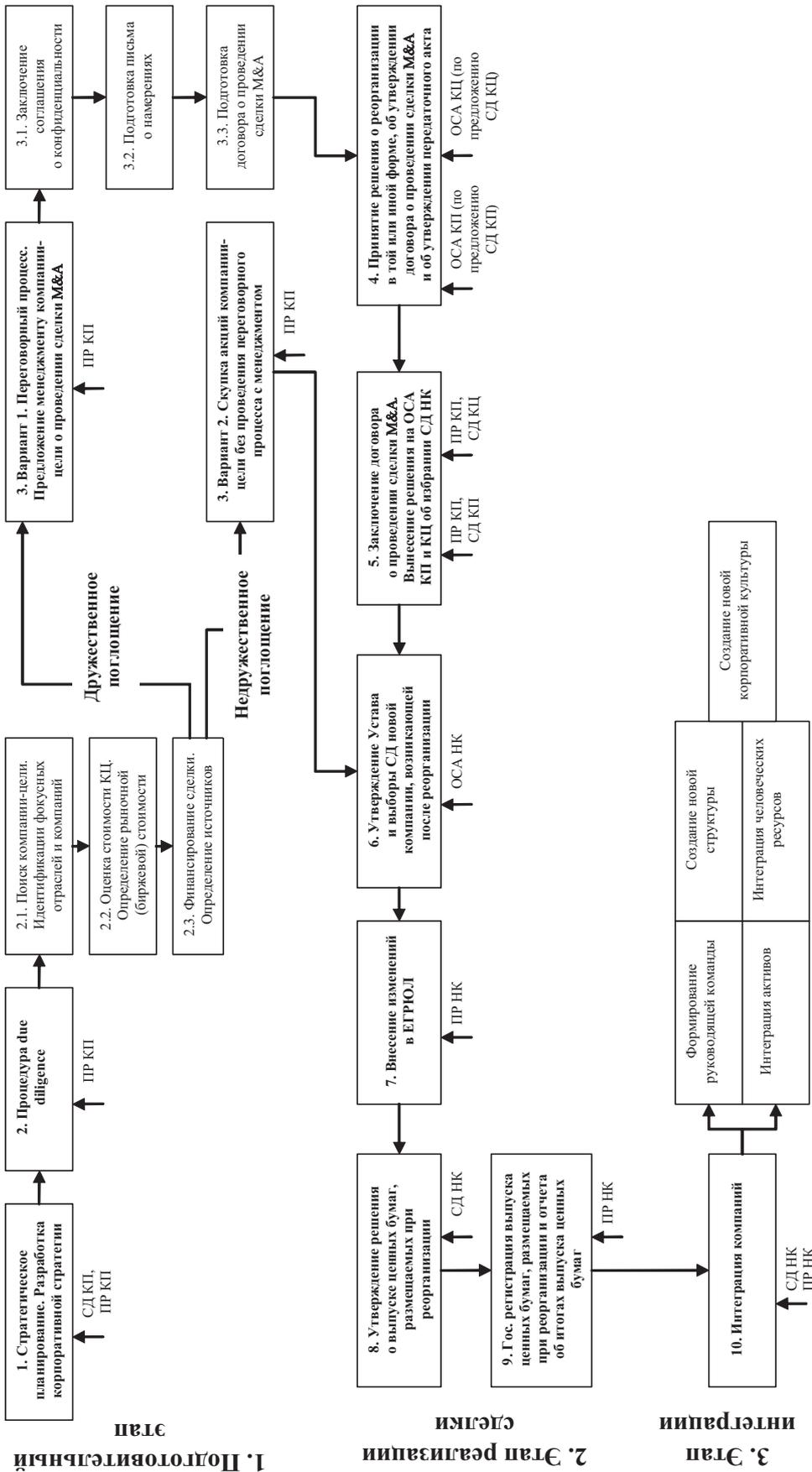


Рис. Основные этапы и технология проведения сделки слияния и поглощения компаний

Примечание. Сокращения: СД - Совет директоров; ПР - Правление (исполнительные органы общества); КП - компания-покупатель (инициатор сделки); КЦ - компания-цель (компания, в отношении которой инициируется сделка); ОСА - Общее собрание акционеров; НК - новая компания, возникающая после реорганизации обществ.

удастся убедить акционеров компании-цели в том, что условия данного контракта отвечают их наилучшим интересам (т.е. цена выкупа акций достаточно высока), то компания-покупатель приступает к выкупу акции и можно считать, что дружественное поглощение прошло удачно. Подобный сценарий развития ситуации получил известность под названием "сделка проводится на переговорной основе".

Естественно, что окончательное решение о продаже компании в любом случае будут принимать только собственники компании. Менеджеры и совет директоров компании могут лишь подтолкнуть акционеров к принятию того или иного решения. Тем не менее их влияние на окончательный исход сделки может быть весьма значительным.

Если при дружественном поглощении ведутся переговоры, то при недружественном поглощении они полностью отсутствуют (по крайней мере, на начальном этапе сделки). Менеджмент компании-покупателя выдвигает тендерное предложение на выкуп определенного пакета акций компании-цели на открытом рынке, при этом не интересуется позицией менеджмента и совета директоров компании-цели по отношению к этому тендеру².

Основными мотивирующими факторами сделок недружественного поглощения являются:

- стремление получить доступ к ликвидным активам компании-цели (от оборудования до узнаваемой торговой марки), ее преимущественные права (например, право аренды);
- желание вывести из игры конкурента; крупным игрокам бывает выгоднее поглотить более мелкую компанию, чем участвовать в конкурентной борьбе;
- недооценка роли нематериальных активов (по данным многочисленных источников - их доля в рыночной стоимости компании в настоящее время оценивается в среднем 85-90%).

Говоря о портрете потенциального объекта для недружественного поглощения, необходимо заметить, что, помимо отнесения предприятия-цели к одному из вышеизложенных критериев, определяющую роль играет экономическая целесообразность его поглощения, или, иными словами, бюджет. Учитывая существующие технологии недружественного поглощения, следует отметить, что теоретически ни одно предприятие не защищено от атаки, вопрос лишь в финансовых затратах на это мероприятие. Финансовые же затраты имеют в основном три направления: преодоление правовой защиты предприятия, административный ресурс и затраты на организа-

² Рудык Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения: учеб.-практ. пособие. 2-е изд. М., 2008. С. 10-12.

ционные, в том числе силовые, аспекты мероприятия³.

Сравнение опыта сделок слияния и поглощения недружественного происхождения в России и США можно характеризовать следующим образом (табл. 1)⁴.

Практика рынка слияний и поглощений показывает, что дружественные поглощения всегда превосходят в количественном отношении недружественные. В большинстве европейских стран, за исключением Великобритании, недружественные поглощения проводятся реже, чем в других странах.

Большое количество недружественных поглощений проходит на американском рынке корпоративного контроля. Пиком активности рынка недружественных поглощений в США (как, впрочем, и во всем мире) принято считать середину 1980-х гг.⁵

Анализ 2360 поглощений, проведенных на американском рынке корпоративного контроля с 1975 по 1996 г., показал следующие результаты (табл. 2).

На основе представленных данных можно сделать вывод, что на практике недружественные поглощения по всем своим характеристикам почти неотличимы от дружественных поглощений. Главное отличие недружественного поглощения от дружественного заключается в степени публичности сделки. Чем выше степень публичности поглощения, тем более оно недружественное. Получается, что недружественное поглощение - это то же самое дружественное поглощение, информация о процессе проведения которого общедоступна (известно, на какой стадии обсуждения находится сделка и в чем не согласны стороны и т.д.)⁶.

Если рассматривать определение недружественного поглощения, ставшее наиболее распространенным в российской действительности (любые крупные сделки М&А, так или иначе связанные с нарушением закона), то можно привести следующие статистические данные: в 2003 г. из 1870 сделок, осуществленных в РФ, три четверти - это недружественные поглощения, при этом в Москве 90-95% всех сделок по недружественному поглощению предприятий носят криминальный характер.

Оценивается, что в настоящий момент РФ по темпам сделок в сфере слияния и поглоще-

³ Юрьева Ю.П. Слияния и поглощения: как защитить российский бизнес от корпоративных захватов // Право и политика. 2007. С. 45-46.

⁴ Пирогов А.Н. Слияния и поглощения компаний: зарубежная и российская теория и практика // Менеджмент в России и за рубежом. 2001. № 5. С. 67-70.

⁵ Рид С.Ф., Рид Лажу А. Искусство слияний и поглощений. М., 2006. С. 105-109.

⁶ Ионцев М.Г. Правовое регулирование слияния и присоединения акционерных обществ по законодательству России. М., 2001. С. 60-62.

Таблица 1. Сравнение недружественных поглощений в России и США

№ п/п	Показатели	Характерно для США	Характерно для РФ
1	Форма	Выстраивание пакета (до 10%) в компании-цели; открытый тендер против воли управляющих	"Тихая" скупка; открытое предложение; приобретение долговых обязательств
2	Инициатор атаки	Компания-покупатель (его дочерняя финансовая компания или уполномоченный инвестиционный банк)	Офшоры компании-покупателя
3	Инструмент получения контроля	Акции компании-цели	Акции, долговые обязательства
4	Форма оплаты	Наличные; акции агрессора; иные ценные бумаги (агрессора и третьих лиц)	Наличные; векселя агрессора или принятые рынком; PRINs и IANs
5	Стоимость операции	Рыночные котировки акций плюс премия	Рыночные котировки акций или прямые соглашения с кредиторами (цена может варьироваться от 6,5 % до 90 % величины денежного обязательства, без учета штрафов, и т.п.)
6	Инициаторы	Управляющие "захватчика"; инвестиционные банки (гораздо реже)	Реальные владельцы "захватчика"
7	Главный бенефициар	Акционеры компании-цели; управляющие компании-покупателя; управляющие компании-цели	Реальные владельцы компании-покупателя, некоторые акционеры компании-цели, некоторые кредиторы компании-цели
8	Влияние третьих лиц	Присоединение к компании-покупателя, отчуждение большей части непрофильных активов, последующая продажа	Реструктуризация, разделение активов, ослабление финансовых позиций, возможное прекращение деятельности
9	Перспективы компании-цели	Возможно только со стороны судов (в случае начала тяжбы), антимонопольных органов, ключевых кредиторов компании-цели; влияние правительства минимально; резко возросло влияние инвестиционных банков	Исключительно высоко, в том числе с учетом "коммерциализации" государственных и иных общественных институтов

ния предприятий занимает одно из лидирующих положений в мире. Считается, что это, в общем, нормальный, эффективный процесс, но он очень опасен для процесса модернизации производства и развития фондового рынка. По мнению экспертов, такое большое количество сделок в сфере недружественных поглощений свидетельствует не о расширении производства, а об усилении борьбы за передел собственности⁷.

Рынок M&A в США в августе 2009 г. составил 13 млрд. долл., что является рекордно низким показателем для августа с 1992 г. По итогам первого полугодия 2009 г. объем российского рынка M&A составил 46,16 млрд. долл. при 314 совершенных сделках. Для сравнения, за первые шесть месяцев 2008 г. было завершено 393 сделки на сумму в 98,96 млрд. долл.

За последний год активность на рынке M&A значительно снизилась из-за экономического глобального кризиса, в результате которого многие компании понесли убытки. В частности, из-за кризиса в 2008 г. было отменено рекордное число сделок слияния и поглощения - 1309. При

этом общий объем таких сделок за год упал на 29% по сравнению с 2007 г. до 3,28 трлн. долл.⁸

Стоит отметить, что на рынке слияний и поглощений экономический кризис, с одной стороны, затрудняет проведение в первую очередь сделок дружественного происхождения, так как компании испытывают недостаток наличности и трудности в получении кредитных линий, которые являются одним из источников финансирования сделок M&A, но, с другой стороны, ослабляет позиции многих компаний, что дает возможности для проведения недружественных поглощений.

В 2008 г. 19% сделок на рынке M&A были инициированы без первоначального согласования и одобрения советом директоров поглощаемых компаний. Это самый высокий показатель с 1999 г.⁹

В последнее время среди недружественных поглощений следует выделить покупку бельгийским пивоваренным концерном InBev американской компании Anheuser-Busch за 52 млрд. долл., а также стремление группы компаний Schaeffler установить контроль над германской Continental, предложение

⁸ Путилин Д., Браславская М. Статистика сделок // Слияния и Поглощения. 2009. № 1-2(47-48). С. 24-26.

⁹ Thomsen D.J. Merger: Takeover Conspiracy. Published by Beard Books, 2004. P. 253-256.

⁷ Борисов Ю.Д. Игры в "Русский M&A". М., 2005. С. 415-420.

Таблица 2. Характеристика дружественных и недружественных поглощений

№ п/п	Характеристика	Поглощение	
		дружественное	недружественное
1	Характер проведения	На переговорной основе	Отсутствие переговорного процесса (по меньшей мере на начальном этапе сделки)
2	Реакция менеджмента компании-цели	Положительная	Отрицательная, активное противодействие выдвинутому тендерному предложению
3	Степень неожиданности для рынка	До некоторой степени ожидается	Абсолютно неожиданно
4	Доля обыкновенных голосующих акций компании-цели, находящаяся в собственности менеджмента	Значительная	Незначительная
5	Конкуренция	Отсутствует	Достаточно часто появляется конкурирующая компания-покупатель, а иногда даже несколько таких компаний
6	Метод оплаты сделки	Обыкновенные голосующие акции компании-покупателя	Денежные средства и / или обыкновенные голосующие акции компании-цели
7	Размер премии	Ниже среднего размера премии по сделкам, связанным с поглощением аналогичных компаний	Выше среднего размера премии по сделкам, связанным с поглощением аналогичных компаний
8	Тендерное предложение успешно, % общего количества следок	95	56
9	Менеджеры компании-цели имели золотые парашюты, % общего количества сделок	61	75
10	Несколько конкурирующих между собой компаний-покупателей, % общего количества сделок	22	40
11	Премия, % рыночной стоимости акций до выдвижения тендерного предложения	55	69
12	Агрегированная рыночная стоимость обыкновенных голосующих акций компании-цели, млн. долл.	119	189
13	Рост цены обыкновенных голосующих акций компании-цели в момент выдвижения тендерного предложения, % рыночной стоимости акций до выдвижения тендерного предложения	33	27
14	Обыкновенные голосующие акции компании-цели, принадлежащие ее менеджерам и членам совета директоров, % общего количества акций компании-цели	14,1	4,8

британского рекламно-коммуникационного холдинга WPP Group о покупке исследовательского агентства Taylor Nelson Sofres и попытку британской газовой BG Group приобрести австралийскую Origin Energy. Даже китайские компании, которые ранее проявляли осторожность и корректность на рынке M&A, начинают вести себя агрессивнее, о чем свидетельствует приобретение китайской Sinosteel австралийского производителя железной руды Midwest более чем за 1 млрд. долл.

Период глобальной финансовой нестабильности является дополнительным поводом для более эффективных компаний поглотить подешевевших конкурентов. Под угрозой оказываются даже те компании, которые ранее были защищены своим стратегически важным для государства статусом.

Угроза недружественных поглощений для многих компаний останется актуальной и в 2010, и в 2011 г. Число недружественных сделок на рынке M&A может уменьшиться вместе со стабилизацией на мировых рынках.

Любое экономически ценное предприятие может быть объектом недружественного поглощения, и каждый менеджер должен быть готов к этому.

Изучение практики ведения корпоративных конфликтов убеждает в том, что нужно работать на опережение. Программа защиты от недружественного поглощения должна быть всегда наготове¹⁰.

Поступила в редакцию 03.12.2009 г.

¹⁰ Рудык Н.Б. Указ. соч. С. 31-39.