

Курс «Практика привлечения финансирования на международных рынках»

Сделки слияния и поглощения M&A – Mergers and Acquisitions



Москва, 2019

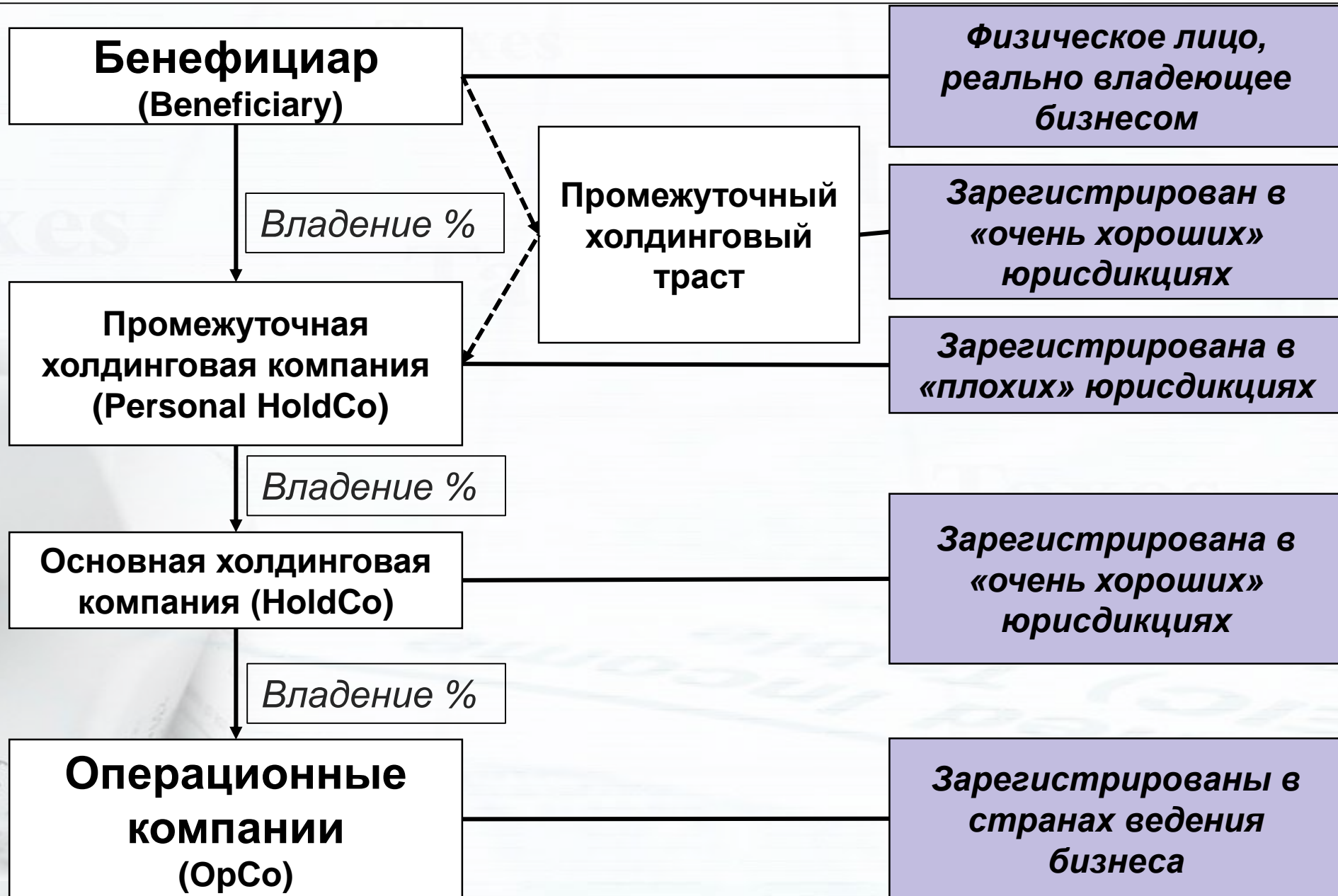
Mergers and Acquisitions (M&A)

Слияние (Acquisition, Takeover) – сделка по объединению двух или более предприятий на относительно РАВНОПРАВНЫХ принципах, при котором образуется новая экономическая единица.

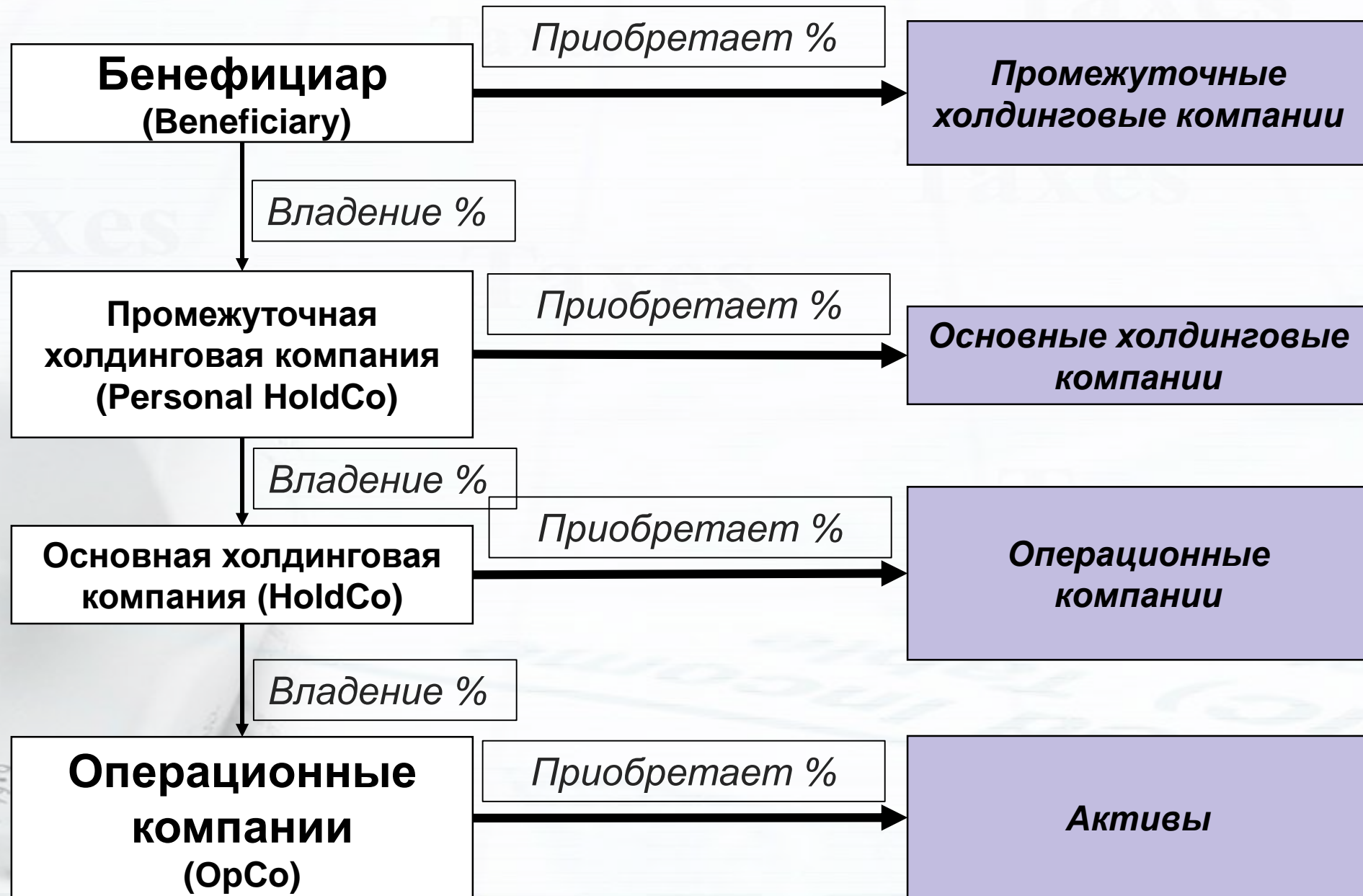
Поглощение (Merger, Takeover) – установление контроля над компанией-мишенью путем приобретения не менее 30% ее акций, при этом компания-мишень продолжает свое существование и деятельность. В итоге либо поглощающая компания будет контролировать компанию-мишень, либо последует их слияние.



Цепочки владения



Схемы сделок по слияниям/поглощениям



Мотивы слияний и поглощений

Мотивы продавца

- **Желание выйти** из бизнеса
 - Привлекательная **цена**
 - Желание привлечь дополнительные **компетенции** или **капитал** за счет продажи части бизнеса
 - **Необходимость** выйти из бизнеса

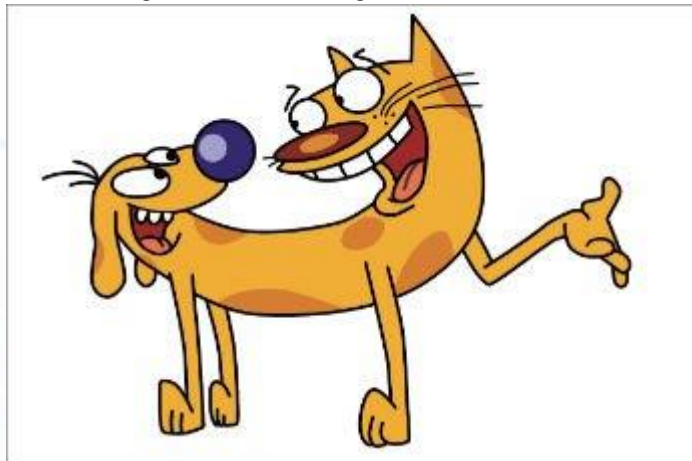
Мотивы покупателя

- **Стратегические:** желание увеличить долю рынка или приобрести новые компетенции
- **Экономические:** синергетические эффекты, режим финансовой инвестиции, минимизация налогов
- **Иррациональные:** амбиции менеджеров

Типы слияний

Полное слияние: предприятия-участники сделки утрачивают свой статус юридического лица и после сделки ликвидируются. Остается только новая объединенная компания.

Слияние активов: в новую объединенную компанию передаются корпоративные права контроля над остальными участниками сделки, при этом последние продолжают существование и свою деятельность. *Glaxo Welcome* и *SmithKlein Beecham* объединились, но при этом прежние компании до сих пор существуют, также как и объединенная.



Типы поглощений

• **Дружественное поглощение (Friendly Takeover)** – покупка акций компании-мишени при согласии ее акционеров и менеджмента.

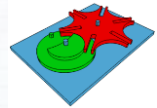
• **Враждебное поглощение (Hostile Takeover)** – против согласия существующих акционеров, менеджмента, миноритарных акционеров.

• **Присоединение:** компании-мишени (**Target Company**, Merger Sub) прекращают свое существование, а объединенная компания (**Parent**) приобретает все активы и обязательства компаний-мишеней.

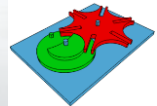
• **Reverse (перевернутое) Takeover:** маленькая компания устанавливает контроль над большой.



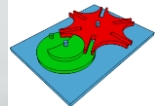
Специфические сценарии поглощений



Приватизация P2P «Public to Private» - выкуп квалифицированного пакета акций публичной компании с рынка и принятие решения о ее делистинге. После делистинга акции миноритарных акционеров подлежат обязательному выкупу по установленной законом процедуре.



Private to Public – покупка публичной компании непубличной компанией с целью упрощенного выхода на публичный рынок.

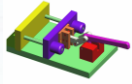


Борьба доверенностей - борьба за доверенности от существующих акционеров на голосование.

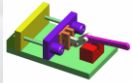


Типы враждебных поглощений

Враждебное поглощение – скупка акций третьей компанией с целью получения квалифицированного пакета для установления собственного менеджмента компании.



Рейдерский захват – основанное на пробелах в законодательстве и прямом нарушении закона приобретение акций компании, замена менеджмента, выпуск дополнительного капитала для размывания доли существующих акционеров и т.п.



Greenmail – продажа пакета акций обратно самой компании за цену, значительно превышающую рыночную. При этом лицо, предлагающее акции, угрожает либо различными сложностями в управлении компанией, либо враждебным поглощением.



Частный случай M&A - разделение

Demerger (разъединение), **Spin-off** (побочный продукт), **Spin-out** (вращаться, потеряв управление): **выделение из компании** отдельных частей, разъединение, уход части менеджмента и образование конкурирующей компании.



Формы выплаты компенсаций



Акции Parent
company


Cash





"Hey, we're not talking divorce.
We're talking leveraged buyout."


LBO


Виды слияний и поглощений:

 **Горизонтальное** – слияние компаний, работающих в одной отрасли

 **Вертикальное** – слияние компаний, относящихся к разным стадиям производственного процесса. Развитие бизнеса по цепочке производственных связей: либо назад – к источникам сырья; либо вперед – к конечному потребителю.

 **Родовое** (параллельное) – когда компании производят взаимосвязанные товары, например: компьютерное оборудование и компьютерное обеспечение.

 **Конгломератное** слияние – слияние компаний из разных отраслей.

 **Acqui-hire** (слияние слов Acquisition & Hire - нанимать) – слияние ради получения талантливой команды. Появилось в 2000-е годы. Нынешние интернет-гиганты используют постоянно.

Волны сделок M&A

Период	Номер	Основные мотивы сделок
1897–1904	Первая волна	Горизонтальные слияния
1916–1929	Вторая волна	Вертикальные слияния
1965–1969	Третья волна	Диверсифицированные конгломератные слияния
1981–1989	Четвертая волна	Однородные поглощения; Враждебные поглощения; Рейдерство
1992–2000	Пятая волна	Транснациональные поглощения
2003–2008	Шестая волна	Активность инвесторов, фондов Private Equity, сделки LBO

Экономический анализ сделок M&A

Компания A – поглощающая (Parent company); Компания B – поглощаемая (Target company); A+B – объединенная компания

Целесообразность объединения:

$$PV_{A+B} \geq PV_A + PV_B$$

Целесообразность для акционеров A:







$$PV_{A+B} - PV_A \geq PV_{\text{Выплаты в пользу акционеров B}}$$

Целесообразность для акционеров B:

$$PV_B \leq PV_{\text{Выплаты в пользу акционеров B}}$$

* На разных по продолжительности, но сопоставимых временных отрезках

Мотивы сделок M&A

-  Монополизация рынка
-  Увеличение доли рынка/объемов продаж
-  Синергия
-  Кросс-продажи
-  Диверсификация
-  «Недооценка» поглощаемой компании на финансовом

рынке

-  Повышение качества управления компании-мишени
-  Демонстрация роста финансовых показателей в

краткосрочном периоде



Личные мотивы менеджеров: бонусы менеджеров/золотые парашюты/личные амбиции

Мотивы сделок М&А. Синергия

А. Дамодаран: «Синергия – это потенциальная дополнительная стоимость, появляющаяся в результате объединения двух фирм».

Дамодаран Асват Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов./Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004, с. 929

Считается, что в **80%** сделок по слиянию и поглощению не достигается синергетический эффект, который от них ожидался, и в более чем **50%** случаев сделка не оправдывает затрат, понесенных во время ее осуществления. То есть в половине случаев эффект от сделки оценивается как негативный.

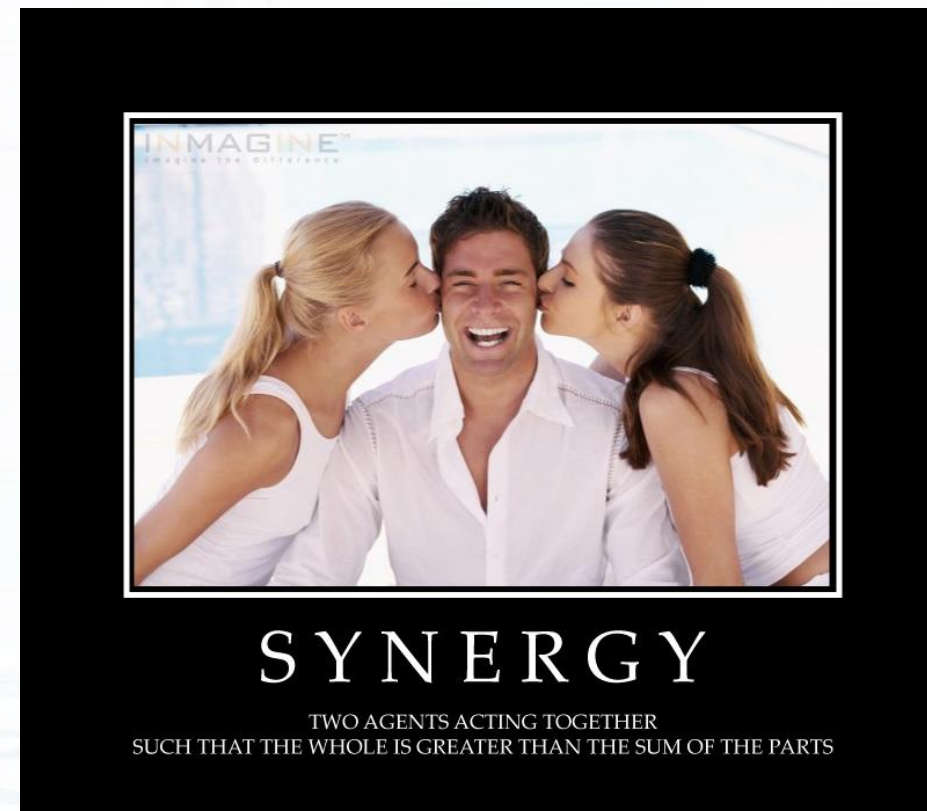
Скотт Кристофферсон, Роберт Макниш, Дайан Сиас «Проклятие победителя»: ошибки слияний// The McKinsey Quarterly, 2004, № 2.

Исследователи сделок 90-х гг. посчитали, что: положительный синергетический эффект был достигнут через год после объявления о сделке в **45,83%** случаев (55 из 120 сделок), через 2 года в 42,5% случаев (51 из 120 сделок) и через 3 года в 44,16 % случаев (53 из 120 сделок)



Мотивы сделок М&А. Синергия

Предположение №1. Экономия за счет масштабов деятельности – **«эффект масштаба»**. Самый распространенный случай – совместное пользование некоторыми централизованными услугами: административное управление, бухгалтерия, финансовый контроль, human resources и т.п.



Мотивы сделок М&А. Синергия

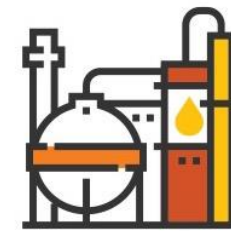
Предположение №2. Экономия за счет **вертикальной интеграции**. Пример негатива: General Motors имел преимущества перед Ford и Chrysler за счет собственного производства запчастей. К 1990-м годам преимуществом уже стали обладать конкуренты, так как у GM из-за борьбы с крупным профсоюзом происходило постоянное увеличение затрат на производство запчастей. В итоге, GM выделил производство запчастей в отдельную компанию Delphi и значительно снизил издержки.



UPSTREAM



MIDSTREAM



DOWNSTREAM

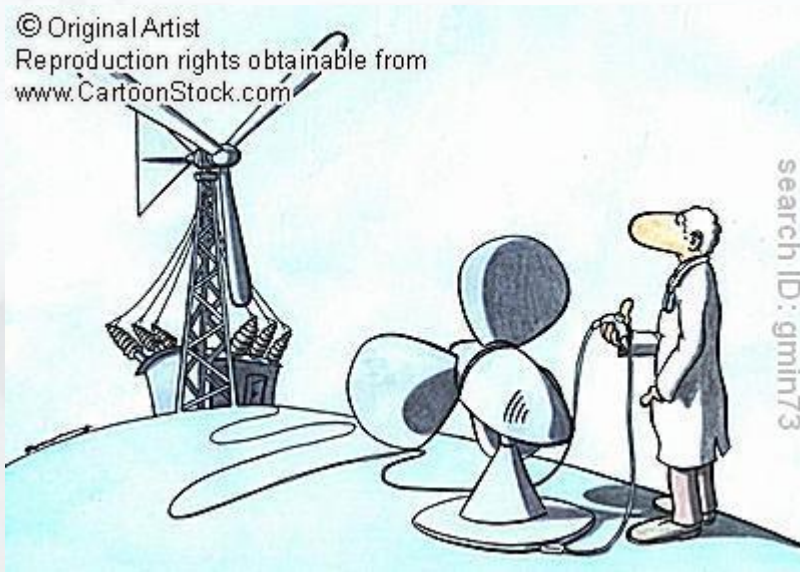
Мотивы сделок М&А. Синергия

Предположение №3.

Взаимодополняющие ресурсы.

Многие мелкие компании производят нишевые товары, которых не хватает в линейке крупных операторов рынка. Пример позитива: энергогенерирующие компании Utah Power & Light и PacificCorp. У компании из Юты пик потребления приходится на лето (потребление кондиционеров в пустынном климате), у калифорнийской - на зиму (для обогрева).

© Original Artist
Reproduction rights obtainable from
www.CartoonStock.com



Мотивы сделок М&А. Синергия

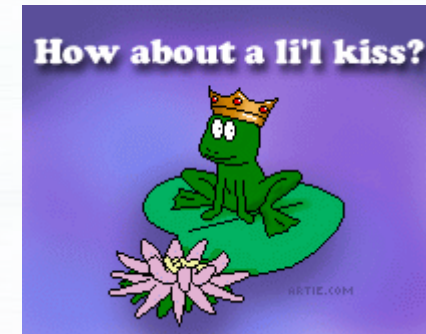
Предположение №4. Лишние деньги – компании с избытком денежных средств и недостатком инвестиционных возможностей очень часто становятся **инициаторами** слияний.

Уникальный случай: в середине 1980-х нефтедобывающие компании в США (нефть очень выросла в цене) становились часто **объектами поглощения** в связи с тем, что обладали значительной ликвидностью, но вкладывали ее постоянно в разные нерентабельные проекты. Покупатели стремились завладеть компаниями, дабы не допустить дальнейшего разбазаривания денег. Инвесторы при неэффективной деятельности менеджмента оказывают давление на компанию путем попыток поглощения. Единственный путь избежать поглощения – сократить траты и капиталовложения и выкупить с рынка часть свободно обращающихся акций (то есть вернуть деньги инвесторам).



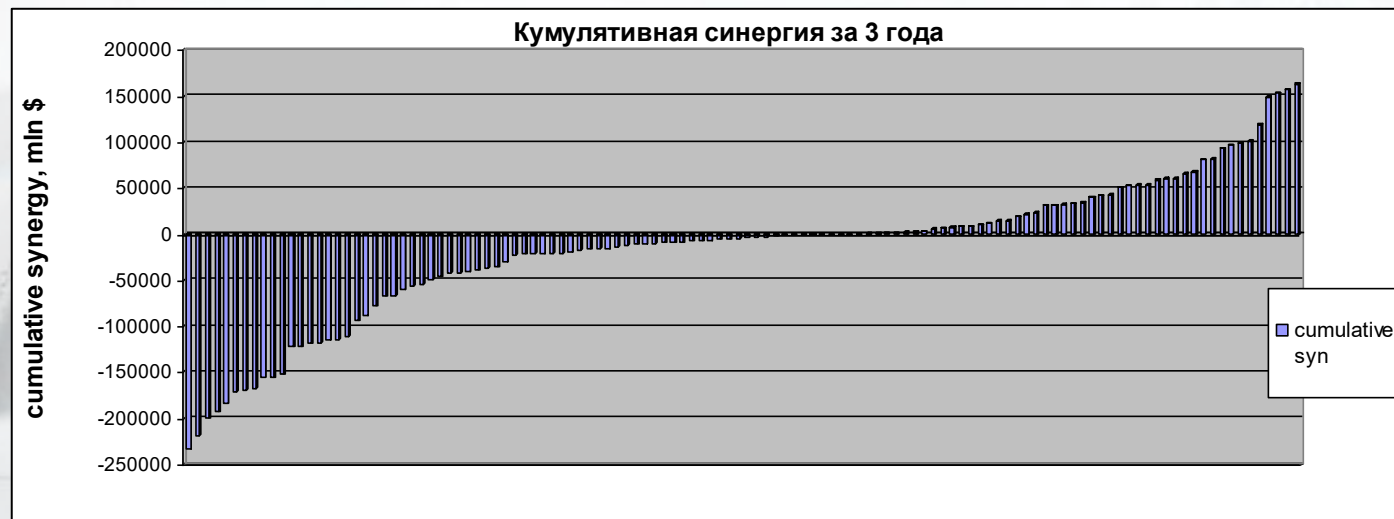
Мотивы сделок М&А. Синергия

Предположение №5. Устранение неэффективности – иногда простейший и самый практичный путь смены неэффективного менеджмента. Уоррен Баффет называет завышенные ожидания от поглощения «**мечтой о поцелованной лягушке**», из-за того, что многие менеджеры относительно успешных компаний свято уверены в своем таланте реанимировать менее успешную компанию только за счет «своего прикосновения» и называет эту причину в качестве основного препятствия в получении прибыли от подобных сделок. «Поцелуй лягушки», после которого она превращается в принцессу - род чуда. А много ли чудес на самом деле случается в жизни?



Мотивы сделок М&А. Синергия

Фактические результаты сделок (90-е годы). Сделки с отрицательной синергией по объему превышают сделки с положительной синергией. Левая часть диаграммы более длинная, чем правая: сделки **с отрицательным** синергетическим **эффектом** встречаются гораздо **чаще**. Причина: большинство из сделок М&А были направлены не на рост компании, а на ее реструктуризацию. И приобретаемые проблемные активы (***Distressed assets***) растворились в активах поглощающей компании, а синергетический эффект от сделки получился отрицательным.



Мотивы сделок M&A. Эффект стартовой загрузки

Один из сомнительных мотивов слияний - **Эффект стартовой загрузки**: краткосрочное увеличение прибыли на акцию. Оно происходит в результате приобретения не успешного предприятия путем выплаты компенсации акционерам акциями успешного предприятия.



ПРОДОЛЖАЙ. Я ЗАИНТРИГОВАН

RusDemotivator.Ru

Мотивы сделок M&A. Эффект стартовой загрузки

Эффект стартовой загрузки: Концерн «Непобедимый» с высокими темпами роста приобрел за 50 000 собственных акций 100 000 акций компании «Вялая», у которой перспективы роста были слабыми.

	Концерн "Непобедимый"	Компания "Вялая"	Концерн "Вообще непобедимый" (после слияния)
Прибыль на акцию	2,00	2,00	2,67
Цена акции	40	20	40
Цена акции/прибыль (P/E)	20	10	15,00
Число акций	100 000	100 000	150 000
Совокупная прибыль	200 000	200 000	400 000
Совокупная капитализация (рыночная стоимость)	4 000 000	2 000 000	6 000 000
Текущая прибыль в расчете на 1 долл., вложенный в акции	5,00%	10,00%	6,67%

В результате:
прибыль на акцию растет

НО!!!
Доходность вложений - средняя

Мотивы сделок M&A. Эффект стартовой загрузки

Эффект стартовой загрузки: Инвесторы приобрели замедление темпов роста «Непобедимого», но увеличили активы. По сути ничего не изменилось. Но в первый момент инвесторы были введены в заблуждение краткосрочным ростом прибыли на акции, или «эффектом стартовой загрузки». Более высокий P/E «Непобедимого» был обусловлен ожиданием инвесторов интенсивного роста. Краткосрочный эффект достигнут, но ускорения роста ждать не стоит. Поэтому логичным оправданием ожиданий инвесторов будет дальнейшая цепь поглощений. Дополнительный фактор: менеджмент поглощающей компании часто имеет опцион на бонус, привязанный к соотношению Прибыль/на акцию. В период «стартовой загрузки» менеджмент получает право на существенный бонус.



Мотивы сделок M&A. Снижение затрат

Еще один **сомнительный мотив** слияний - **Снижение затрат на финансирование**. Компании А и В хотят выпустить облигации на USD 50M каждая. Или слиться и выпустить единые бонды на USD 100M. Во втором случае процентная ставка купона будет ниже за счет повышения надежности объединенной компании, но при этом акционеры обеих компаний примут на себя гарантирование рисков своих партнеров.



Мотивы сделок M&A. Снижение затрат

Достаточно обоснованным иногда выглядит мотив **Экономии налогов**. Компания А имеет долг 5000, выплачивая по нему 500 в год и прибыль до налогов = - 100 (налоги = 0, ставка = 20%); компания В не имеет долга и имеет прибыль до налогов 300 (налоги = 60). Поглощение компанией В компании А приводит к общей прибыли 200 (налоги = 40). При ставке налога во Франции в 34,4% и процентных ставках по кредитам в 5-6% годовых подобная экономия имеет значительный эффект. Но при этом надо не забывать о стоимости объединенной компании, которая может пострадать от подобных слияний. А также о том, что акционеры поглощающей компании будут выплачивать и кредит, и проценты из своих доходов.

Copyright 2004 by Randy Glasbergen.
www.glasbergen.com



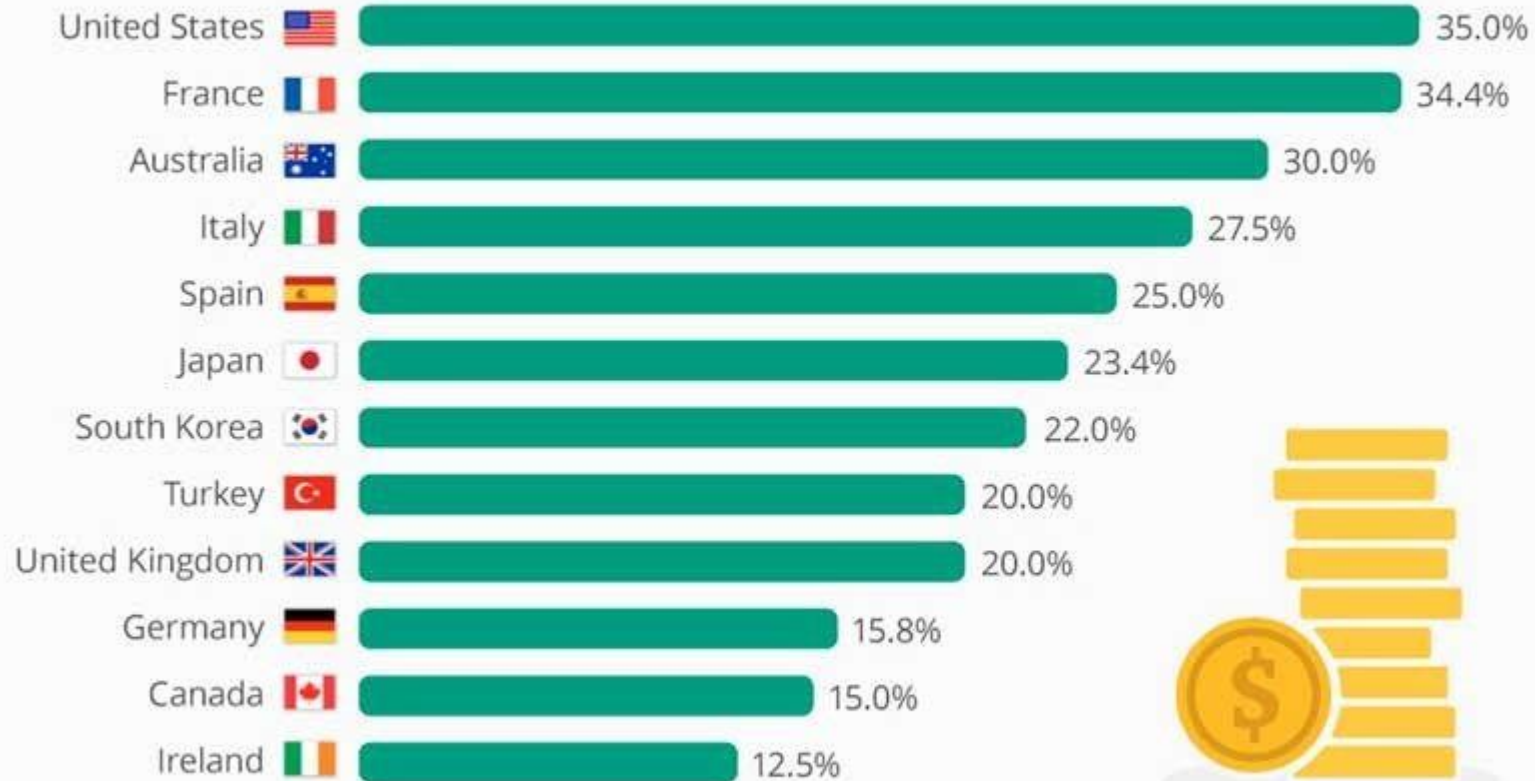
"After federal, state, and local taxes, you get one-third of a wish."

** После уплаты
федерального, местного и
регионального налогов ты
имеешь право на одну треть
желания*

Мотивы сделок М&А. Снижение затрат

Global Corporation Tax Levels In Perspective

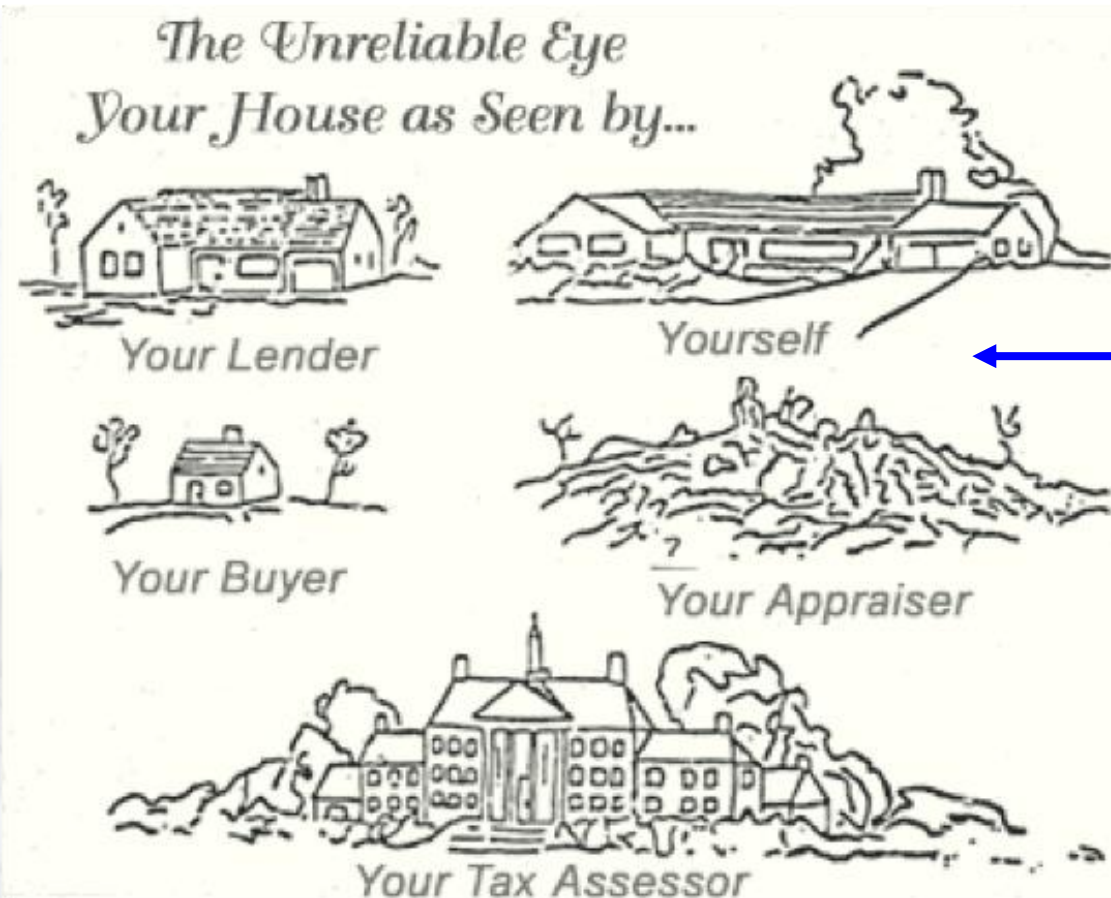
Corporate income tax rate in selected OECD countries in 2016



Ставки налога на прибыль корпораций по странам мира

Мотивы сделок M&A. Недооценка рынком

Сверх сомнительный мотив для сделок - «**Недооценка акций**» **компании-мишени**. Если Вы предполагаете, что акции компании-мишени недооценены, **слияние не требуется (!!!!!)**, - можно купить дешевые бумаги и ждать, пока рынок их правильно переоценит.



Как разные люди видят мой дом:
ипотечный банк;
я сам;
покупатель дома;
оценщик;
налоговый инспектор.

Мотивы сделок М&А. Личные мотивы

Мотив, который часто не лежит на поверхности, но присутствует практически всегда – **Личная заинтересованность менеджеров.** Существует «теория гордыни» (hubris [hɜːubris] theory) Ричарда Ролла, согласно которой поглощения в большинстве своем вызваны священной уверенностью покупателей в собственной правоте и таланте. Поэтому они платят чрезмерно высокую цену за поглощаемые компании. Конфликт интересов менеджеров и акционеров присутствует всегда.



АМБИЦИИ У ВСЕХ РАЗНЫЕ

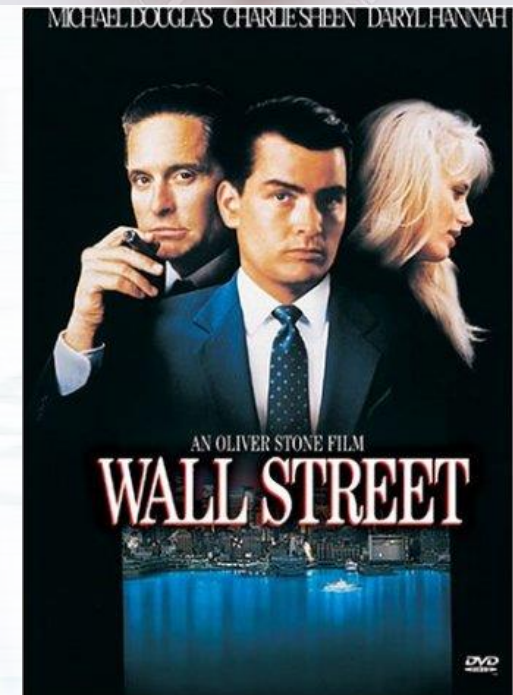
Мотивы сделок M&A. Личные мотивы

Личные мотивы менеджеров. Золотой парашют. Очень часто инициатором поглощения становится менеджмент компании-мишени, который имеет опцион «золотой парашют»: после досрочного увольнения в результате поглощения компании менеджеры зачастую получают астрономические суммы выходного пособия.



Мотивы сделок M&A. Завладение активом

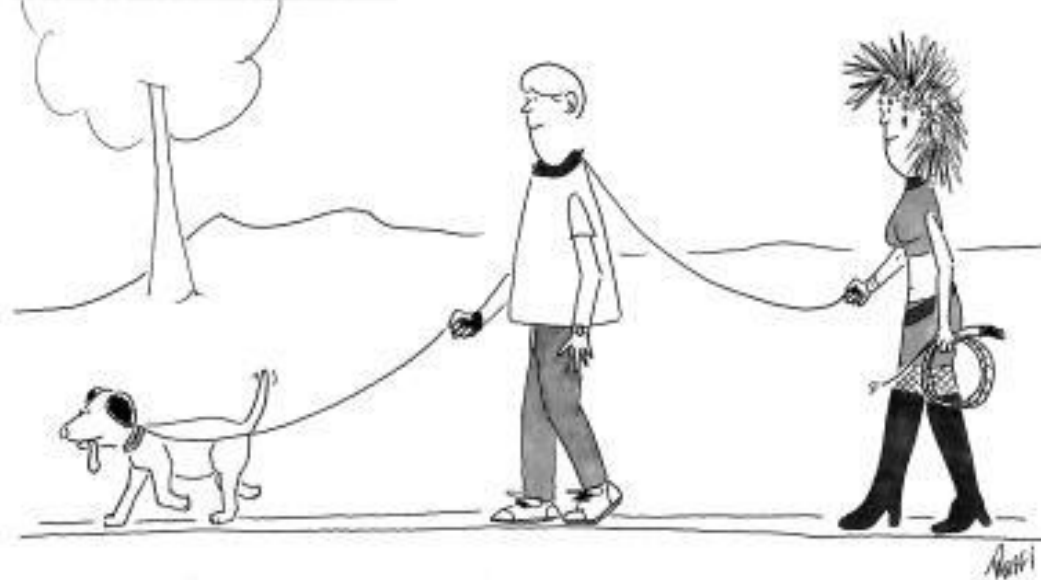
Asset-stripping («раздевание активов»). Покупка недооцененной компании с целью продажи ее активов. Фильм Оливера Стоуна «Wall Street» повествует о намерении циничного дельца Гордона Гекко (одного из самых богатых вымышленных персонажей – по данным Forbes) с помощью инсайдерской информации купить слабую авиакомпанию, чтобы распродать ее самолеты и получить доступ к пенсионному фонду.



Мотивы сделок М&А. Попытки контроля

Из-за многочисленных указанных сомнительных причин сделок М&А цивилизованные акционеры часто устанавливают для менеджмента процедуру «**Arm's length merger**»: либо избранный комитет независимых директоров, либо комитет миноритарных акционеров обеих компаний рассматривает и утверждает сделку.

© Original Artist
Reproduction rights obtainable from
www.CartoonStock.com



search ID: trs0413

Сделки M&A. Процедура



Оценка выгод и издержек слияния

Выгоды = $PV_{ab} - (PV_a + PV_b) = \Delta PV_{ab}$

Издержки = Денежная оплата – PV_b

NPV = Выгоды – Издержки = $\Delta PV_{ab} - (\text{Денежная оплата} - PV_b)$

Текущая стоимость компании А = 200, В = 50. Слияние обеспечивает экономию на операционных расходах, приведенная стоимость которой = 25. Стоимость приобретения компании В = 65.

$PV_{ab} = 200 + 50 + 25 = 275$

Издержки = $65 - 50 = 15$

$NPV = 25$ (реальные выгоды от слияния) – 15 (часть выгоды, доставшаяся акционерам компании В) = + 10.

Или: $NPV = 275$ (стоимость после поглощения, PV_{ab}) – 65 (Денежная оплата) – 200 (Текущая стоимость В) = +10

Оценка выгод и издержек слияния

Неправильный подход:

Ожидаемая выгода = дисконтированный денежный поток компании-мишени (включая выгоды слияния) – денежные средства для оплаты покупки

Выгода = NPVb – Денежная оплата

Оценка будущей стоимости компании в целом – «ошибкоопасный» способ. Необходимо оценивать только дисконтированную стоимость конкретных преимуществ от слияния. Добавленная стоимость образуется только в том случае, если появляется возможность извлечения **дополнительной экономической ренты.**



"Remember, it's not a lie if it makes us money."

Оценка выгод и издержек слияния

Предпродажная переоценка

Если на новостях о предстоящем слиянии акции компании-мишени уже выросли (напр., для компании В – на 10 долл. для общего количества акций 1 000 000), поглощающая компания приобретает компанию с реальной стоимостью ниже, чем предполагается.

$$PV_b = 50 - 10 = 40, \text{ значит}$$

$$\text{Издержки} = 65 \text{ (Денежная оплата)} - 40 = 25$$

$$NPV = 25 \text{ (Реальная дисконтированная выгода от приобретения)} - 25 \text{ (Издержки)} = 0,$$

То есть, **все реальные доходы** от слияния были перераспределены в пользу акционеров компании В (компании-мишени).

Оценка выгод и издержек слияния

Расчеты акциями

Если акционеры компании-мишени (В) получают X акций объединенной компании,

Издержки = $X \cdot PV_{ab} - PV_b$ = Доля акционеров В в объединенной компании АВ * Рыночная стоимость акции АВ

При этом, PV_{ab} – стоимость объединенной компании после поглощения.

Вывод: При оплате деньгами издержки поглощения не зависят от экономических выгод; при оплате акциями - зависят от выгод слияния напрямую. Финансирование путем расчетов акциями на руку только менеджерам, настроенным по отношению к будущей стоимости объединенной компании пессимистично. Акции компании покупателя обычно падают в цене, если объявляется слияние, финансируемое за счет акций новой компании.

Объемы сделок M&A

Крупнейшие в истории сделки M&A:

Acquirer Name	Target Name	Announced	Announced Value	Payment type
Time Warner Inc	Historic TW Inc.	1/10/00	\$186.2 billion	Stock
Vodafone Group PLC	Vodafone Holding GmbH	11/14/99	\$185.0 billion	Stock & debt
Verizon Communications	Cellco Partnership	9/2/13	\$130.1 billion	Cash & stock
Shareholders	Philip Morris International	8/29/07	\$107.6 billion	
Multiple acquirers	RBS Holdings NV	4/25/07	\$100.0 billion	Cash & stock
Pfizer Inc.	Warner-Lambert Co.	11/4/99	\$87.3 billion	Stock
AT&T Inc.	BellSouth Corp.	3/5/06	\$83.1 billion	Stock
Exxon Mobil Corp.	Mobil Corp.	12/1/98	\$80.3 billion	Stock
Royal Dutch Shell PLC	Shell Transport & Trading Co.	10/28/04	\$80.1 billion	Stock
Comcast Corp.	Comcast Cable Communications	7/9/01	\$76.0 billion	Stock
Sanofi	Aventis SA	1/26/04	\$73.4 billion	Cash & stock
GlaxoSmithKline PLC	SmithKline Beecham Ltd.	1/17/00	\$72.4 billion	Stock
Verizon Communications	GTE Corp.	7/28/98	\$71.1 billion	Stock
Citigroup Inc	Citicorp/Old	4/6/98	\$69.8 billion	Stock
AT&T Inc.	AT&T Teleholdings Inc.	5/11/98	\$68.2 billion	Stock
Comcast Corp.	Time Warner Cable Inc.	2/13/14	\$67.6 billion	Stock

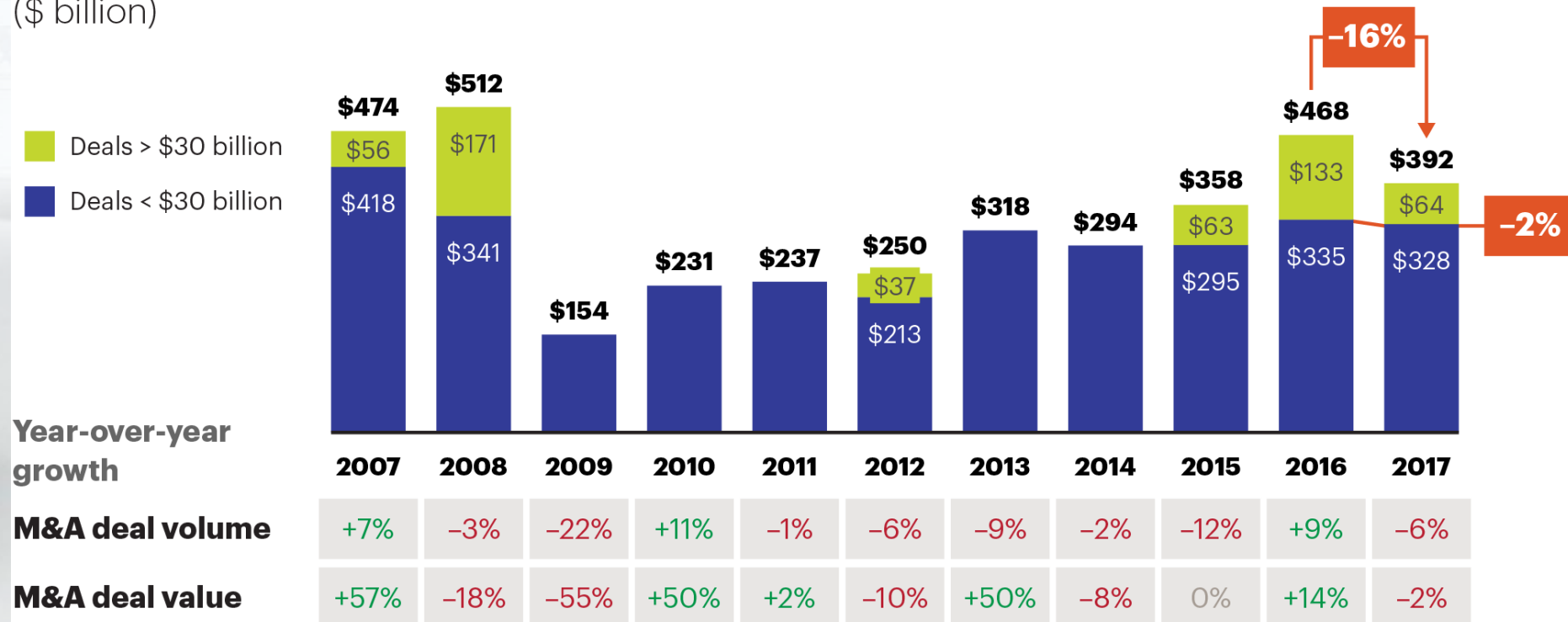
Объемы сделок M&A

Figure 1

M&A activity reached \$392 billion in 2017, down 16% from 2016

Consumer and retail M&A activity

(\$ billion)



Sources: Dealogic; A.T. Kearney analysis

Объемы сделок M&A



Динамика сделок M&A на российском рынке