

Кейс по курсу: «Слияния и поглощения»

1. Основные способы оплаты слияний, их преимущества и недостатки

Приобретение (поглощение) компании корпорацией предопределяет способ оплаты слияний и поглощений, который формирует важную составляющую в эффективности предполагаемой сделки как для покупающей, так и поглощаемой корпорации.

Способ оплаты сделки естественно обусловлен конкретными финансовыми возможностями приобретающей компании, её экономическими целями и производственными задачами. В практике оплаты слияний используются :

- денежные средства,
- обыкновенные акции,
- эмиссия долгосрочных обязательств,
- комбинация различных источников финансирования.

Использование денежных форм расчетов выступает одним из наиболее распространенных способов оплаты слияний. Несмотря на то, что он требует от компании-покупателя аккумулирования значительных финансовых ресурсов, данный способ обладает рядом неоспоримых преимуществ:

1. в среднем на 20-30% сокращает период проведения расчетов, по сравнению с использованием других способов оплаты,
2. в этом случае наиболее точно определена реальная стоимость сделки, которая не подвержена значительным изменениям,
3. покупающая корпорация расширяет свои возможности по созданию «налоговых щитов».

В качестве недостатков выступает изъятие крупной денежной наличности из оборота, из-за чего ликвидность покупающей стороны значительно снижается.

Эмиссия ценных бумаг корпорацией – покупателем также относится к числу активно применяемых источников финансирования сделок по слиянию. Недостатком данной системы оплаты является сложность определения «выкупной» цены акций поглощаемой компании. Практика расчетов обыкновенными акциями представляет собой один из наиболее сложных аналитических и организационно-технических способов оплаты слияний. В данном случае выкупаемую компанию рассматривают как отдельный бизнес, эффективность функционирования которого определяется текущими позициями компании. Тогда к рыночному курсу акций, обоснованность которого следует уточнить и скорректировать,

прибавляют еще премию – вознаграждение, которое получают акционеры поглощаемой компании.

В размерах этого вознаграждения отражается неизбежное несоответствие двух стоимостных показателей: справедливой рыночной стоимости и инвестиционной стоимости конкретной компании-цели.

При общей сложности расчетов данный способ популярен, так как дает следующие преимущества – решение проблемы с изъятием денежной наличности. В этом случае финансовые фонды покупающей компании могут быть направлены на реализацию других рентабельных инвестиционных проектов.

В ходе подготовки и проведения финансовых расчетов участвующие стороны стремятся:

- с позиций корпорации - покупателя - выпустить в обращение акции с высокой котировочной ценой. Одновременно сохранить возможность их деноминации, которая может быть осуществлена в случае возникновения трудно прогнозируемых затрат, связанных с оплатой слияний
- с позиций фирмы – цели – получить оплату в сжатые временные сроки с более низкими транзакционными издержками.

Решающими факторами при выборе использования облигаций при покупке компании являются:

- осуществление сделки требует очень значительных заемных финансовых ресурсов, объемы которых заметно повлияют на финансовый леверидж корпорации,
- проведение слияния требует длительного периода, что, безусловно, будет отражаться на темпах оборота капитала поглощающей корпорации.

Трудность состоит в том, что использование данного метода от поглощающей компании углубленного расчета показателя дюрации денежных потоков как со стороны активов (поступлений), так и со стороны пассивов (расходы по обслуживанию собственного долга).

Одним из вариантов использования долговых обязательств выступает оплата конвертируемыми ценными бумагами. И в данном случае движущим мотивом является стремление поглощающей корпорации избежать размывания собственного капитала. Если в случае использования акций среднее значение размывания составляет 25-30%, то при выпуске конвертируемых облигаций – всего 7-9%.

Кроме того, выбор оплаты слияния за счет денег или акций зависит от нескольких важных факторов, включая:

- если используются деньги, то акционеры компании-цели не участвуют в получении доходов от слияния, в целом, все положительные и негативные результаты слияния затрагивают только акционеров приобретающей корпорации;
- в случае денежного расчета расширяются возможности формирования налоговых щитов. Если используются акции, то для приобретающей корпорации приобретение компании-цели лишено налоговых льгот;
- использование денежного способа оплаты слияния сохраняет контроль в созданной корпорации за акционерами поглощающей компании.

Окончательное определение преимущественного способа слияния во многом продиктовано конкретными задачами достижения синергетического эффекта, т.е. получения значительных доходов. Поэтому крайне затруднительно сделать однозначный вывод о целесообразности применения того или иного метода слияния, так как каждый из способов имеет свои достоинства и недостатки.

2. Как ликвидность используемых способов оплаты слияний соотносится с их доходностью?

Одним из ключевых моментов формирования доходности сделки по слиянию является выбор метода оплаты, так как он существенно влияет на окончательный результат. В практике используются такие методы оплаты слияния, как оплата денежными средствами, простыми акциями, облигациями и привилегированными акциями, конвертируемыми ценными бумагами, условный метод или «по возможности», оплата слияния гибридными и производными ценными бумагами и комбинированные методы.

Оплата денежной наличностью изымает крупные денежные потоки из оборота предприятия, что резко снижает его ликвидность, тогда как использование акций, облигаций и т.д. позволяет сохранять денежную наличность, которая может быть направлена на другие рентабельные проекты. В итоге повышается синергетический эффект сделки по слиянию, т.е. сокращаются расходы финансового капитала.

Обычно на практике акционеры компаний-продавцов на российском рынке отдают предпочтение денежному способу оплаты сделки. Покупатель предпочитает оплату денежными средствами, если знает о недооцененности своих акций и наоборот, т.к. финансирование посредством акций выгодно пессимистично настроенным менеджерам, которые считают, что цена их акций сильно завышена. Выбор метода оплаты также может

говорить и о наличие инсайдерской информации и асимметричности информации о реальной оценке акций, которой обладает высший менеджмент компании-покупателя.

3. В ходе оценки слияний приходится использовать различные финансово-экономические показатели. Какой из показателей P/EPS или P/CF оказывается более «динамичным». Приведите необходимые пояснения.

Среди данных двух показателей, используемых для прогнозирования эффективности сделки по слиянию, мультипликатор P/EPS (цена на прибыль на одну акцию) является более «динамичным» или, можно сказать, менее надежным, так как на значение показателя влияет совокупности различных факторов, который очень чувствителен к методологии расчета и учета. Его величина зависит от способа определения прибылей и расчета знаменателя.

Расчет прибыли на акцию достаточно трудоемкий процесс. Особая сложность возникает при расчете разводненной прибыли на акцию. Требуется учесть разводняющие и антиразводняющие эффекты конвертируемых финансовых инструментов, опционов, варрантов, условных эмиссий акций и пр. Для использования EPS при принятии инвестиционных решений необходимо, чтобы показатели различных компаний рассчитывались одинаковым образом. В противном случае их решения будут зависеть от ошибочной арифметики.

Это требование обусловлено проблемой размывания доли в капитале, под угрозу которой попадают существующие акционеры в результате эмиссии дополнительных акций. Поскольку количество акций увеличивается, прибыли корпорации распределяются между большим числом акционеров. Новые акции появляются в результате дополнительные эмиссии, в случае конвертации привилегированных акций и облигаций, иных финансовых инструментов, а также при исполнении опционов и варрантов (прав на покупку фиксированного количества обыкновенных акций по установленной цене).

Здесь необходимо учитывать антиразмывающие и размывающие эффекты от эмиссии долевых инструментов, потенциальных акций, варрантов, опционов, условно эмитируемых акций (Contingently Issuable Shares), вознаграждений работникам, основанных на акциях (планы участия в прибылях). Должна быть учтена масса нюансов.

Тогда как денежный EPS или CF считается более надежным, поскольку операционным денежным потоком сложнее манипулировать (при его расчете маленькие бухгалтерские хитрости сведены к минимуму, у вас либо есть деньги, либо их нет).

4. Запишите условия, когда акционеры двух компаний получают преимущества в ходе их объединения

Акционеры двух компаний получают преимущества от объединения в случае 3 главных условий:

- 1 снижения издержек
- 2 рост доходов
- 3 остальные (другие) условия

Конечной целью слияния (объединения) компаний является ожидание получения синергетического эффекта, выражаемого в экономии на масштабах производства (обычно реализуется при горизонтальных слияниях), которая достигается в результате устранения дублирования производственных мощностей и выпуска более широкого ассортимента конкурентноспособной продукции. В свою очередь, финансовая экономия, экономия на затратах часто сопровождает вертикальные слияния. Этот тип слияния позволяет оптимизировать весь комплекс логистических решений, создать более выгодные «налоговые щиты».

В основе идеи объединения компаний обычно заложены следующие мотивы или необходимы условия для слияния:

1. синергетическая теория (синергия – производственный или финансовый эффект, достигаемый при слиянии, в ходе которого стоимость активов вновь созданной компании оказывается больше, чем простая арифметическая сумма активов участвующих компаний)
2. теория денежных потоков и издержек
3. теория «гордыни»

5. Как рассчитать NPV вновь образованной компании после объединения двух фирм? И как данный показатель соотносится с показателем ΔV новой компании?

Вопрос о покупке готовой компании выделяется в отдельный раздел финансового менеджмента, так как существуют специфические проблемы объединения, не укладывающиеся в схему рассмотрения инвестиционных решений с положительным чистым эффектом (NPV). В ряде случаев оценка внешнего роста активов (через покупку готовой компании) может быть произведена по аналогии с инвестиционным проектом создания новых активов. Но в большинстве случаев учет финансовых решений такой покупки (не денежная оплата, а обмен акций, привлечение займов на покупку и т.п.) требует отдельного рассмотрения.

В финансовом менеджменте принципиально важно рассмотрение финансовых выгод компании-инициатора (будем называть ее *компанией-покупателем*) и "пассивной" компании, часто называемой *целевой компанией* (target) или *фирмой-мишенью*.

Анализ слияний и поглощений начинается с расчета создаваемого в результате поглощения синергетического эффекта. С этой целью прогнозируются будущие денежные потоки, уточняются и корректируются возможные расходы.

Одним из важнейших ориентиров сделки выступает определение справедливой рыночной стоимости компании-цели как отдельного бизнеса, способного приносить доходы. Эта стоимость учитывает масштабы хозяйствования фирмы, её экономический и производственный потенциал, возможности получения дополнительных финансовых ресурсов на рынке, качество управления компанией, ассортимент производимых товаров и услуг. Расчет справедливой экономической стоимости позволяет затем более точно установить инвестиционную стоимость конкретной компании.

Зарубежными и отечественными экономистами разрабатываются подходы к оценке целесообразности реструктуризации предприятий на основе стоимостных критериев, но при этом внимание уделяется процессам слияния и поглощения.

Первый подход сводится к оценке коммерческой эффективности реструктуризации предприятия как инвестиционного решения в условиях неопределенности. Для определения его эффективности используется традиционная методика расчета чистой приведенной стоимости (NPV). В общем виде NPV реструктуризации определяется как разница между эффектом от реструктуризации, выраженным в приросте чистого дисконтированного денежного потока, и суммой издержек на проведение реструктуризации:

$$NPV_p = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta P_i}{(1+r)^i} - C_p, \quad (1)$$

где NPV_p - чистая приведенная стоимость реструктуризации предприятия; \mathcal{E}_p - чистый эффект от реструктуризации; C_p - издержки на проведение реструктуризации; r - требуемая норма доходности на вложенный капитал; i - порядковый номер периода, в котором рассчитывается чистый эффект от реструктуризации; n - прогнозный период, в течение которого предполагается получение эффекта от реструктуризации.

Положительное значение NPV_p свидетельствует о целесообразности проведения реструктуризации предприятия.

Второй подход основан на анализе прироста стоимости бизнеса в результате реструктуризации предприятия. При этом определяется стоимость бизнеса (V_C) после объединения и сумма стоимостей бизнесов до объединения ($V_A + V_B$). Выполнение условия $V_A + V_B < V_C$ свидетельствует о целесообразности объединения предприятий, тогда как выполнение условия $V_A + V_B > V_C$, наоборот, является свидетельством целесообразности разукрупнения.

В первом подходе синергетический эффект проявляется в виде положительной чистой выгоды от реструктуризации, которая на основе выявления источников выгод и отрицательных эффектов количественно определяется как положительный или отрицательный денежный поток. Второй подход предполагает наличие синергетического эффекта при приращении стоимости бизнеса. Синергетический эффект в данном случае приравнивается к добавленной стоимости.

разумным определять сумму чистого эффекта от реструктуризации на основе прироста стоимости предприятия после разукрупнения. Тогда чистый эффект от разукрупнения можно выразить формулами:

$$\text{Эффект специализации} = (V_B + V_C) - V_A, \quad (2)$$

$$\text{Эффект концентрации усилий} = V_{A'} - V_A, \quad (3)$$

где V_A - стоимость предприятия до реструктуризации; V_B, V_C - стоимость предприятий, образованных в результате разукрупнения; $V_{A'}$ - стоимость предприятия после ликвидации или продажи отдельных производств.

Чистую приведенную стоимость реструктуризации (NPV_p) определим по формулам:

$$NPV_p = (V_B + V_C) - V_A - C_p \quad (4)$$

$$NPV_p = V_{A'} - V_A - C_p \quad (5)$$

Для того чтобы оценить влияние слияния или поглощения на кэш-фло объединенной компании необходимо предварительно ответить на следующие вопросы:

- В какой форме проявится синергия: снижение затрат на единицу продукции или ожидаемый рост прибыли в будущем?

- Когда (в какой момент времени) проявится влияние синергии на кэш-фло объединенной компании, т.е. когда ожидается прибыль от синергии?

Пример

Произошло слияние компаний А и В. Оценить эффект синергии. Исходные данные представлены в таблице 1, ниже.

Таблица 1

Параметры	Компания А	Компания В
Доходы (revenue)	10 000	5 000
Операционные расходы	8 000	3 400
ЕВИТ	2 000	1 600
Ожидаемый рост ЕВИТ	4%	6%
WACC	9%	10%
Потребность в оборотном капитале	0	0
Налоговая ставка	50%	50%

Решение:

$$FCF_A = \text{ЕВИТ} (1 - \text{Tax}) = 2000 \times (1 - 0,5) = 1000;$$

$$FCF_B = \text{ЕВИТ} (1 - \text{Tax}) = 1600 \times (1 - 0,5) = 800.$$

Тогда стоимость компаний по формуле Гордона (при $i = \text{WACC}$):

$$V_A = \frac{1000 \times 1,04}{0,09 - 0,04} = 20800;$$

$$V_B = \frac{800 \times 1,06}{0,1 - 0,06} = 21\,200;$$

$$V_{A+B} = 42\,000 \text{ (без учета синергии).}$$

С учетом синергии, которая проявится, как ожидается: 1) от снижения операционных расходов с 76 до 70% дохода. Расчет показателей объединенной компании (А+В) приведен в табл. 2.

Таблица 2

Показатели	Без синергии	С учетом синергии
Доходы	15 000	15 000
Операционные расходы	11 400	10 500
ЕБИТ	3 600	4 500
Ожидаемый рост ЕБИТ*	5%	5%
WACC**	9,5%	9,5%
V _S стоимость компании	42 000	52 500

* Рассчитывается как средневзвешенная:

$$4\% \times \frac{20\,800}{42\,000} + 6\% \times \frac{21\,200}{42\,000} = 5\%$$

$$**WACC = 9\% \times \frac{20\,800}{42\,000} + 10\% \times \frac{21\,200}{42\,000} = 9,5\%$$

Таким образом, стоимость синергии равна:

$$V_S = 52\,500 - 42\,000 = 10\,500.$$

2) при росте прибыли компании (ЕБИТ) при объединении — 6%. (расчет приведен в табл. 3).

Таблица 3

Показатели	Без синергии	С синергией
Доходы	15 000	15 000
Расходы	11 400	11 400
ЕБИТ	3 600	3 600
Рост ЕБИТ	5%	6%
WACC	9,5%	9,5%
V _S стоимость компании	42 000	54 514

Следовательно, стоимость синергии равна

$$V_S = 54\,514 - 42\,000 = 12\,514.$$

Аналогичный подход используется для оценки стоимости корпоративного контроля, понимая под этим контроль со стороны менеджеров.

6. В каком из расчетных вариантов и условий цена акций поглощающей компании оказывается выше, в случае: а) cash acquisition, в) stock acquisition.

В случае stock acquisition цена акции компании будут выше, так как на момент приобретения компании через акции помимо рыночному курсу акций добавляется еще также предполагаемая премия или вознаграждение, которое получают акционеры поглощаемой компании. В размерах этого вознаграждения отражается неизбежное несоответствие двух стоимостных показателей: справедливой рыночной стоимости и инвестиционной стоимости конкретной компании-цели.