

*Патрик Гохан*

# Слияния, поглощения и реструктуризация компаний

Патрик Гохан

**Слияния, поглощения и  
реструктуризация компаний**

«Альпина Диджитал»

2010

## **Гохан П.**

Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П. Гохан —  
«Альпина Диджитал», 2010

Книга представляет собой практический и всеобъемлющий справочник по методам реструктуризации бизнеса в нынешнем стремительно меняющемся мире. Современные виды корпоративной реструктуризации, включая слияния и поглощения, частичную продажу бизнеса, реорганизацию и выкупы с использованием долгового финансирования, представлены в ней в двух ракурсах – с позиции менеджмента компании и акционеров. Подробно рассматриваются современные методы оценки бизнеса.

Анализируется не только финансовая сторона сделок, но и их экономические и юридические аспекты. Не оставлены без внимания и вопросы выбора лучшей наступательной и защитной тактики при враждебных поглощениях. Книга ориентирована на руководителей и предпринимателей, которые ищут новые возможности для прибыльного роста своих компаний, а также на специалистов в области реструктуризации бизнеса.

© Гохан П., 2010

© Альпина Диджитал, 2010

# Содержание

|  |    |
|--|----|
| Предисловие к русскому изданию                                       | 7  |
| Предисловие  | 8  |
| Часть 1  | 10 |
| 1  | 10 |
| Определения  | 13 |
| Оценка сделки  | 14 |
| Типы слияний   | 14 |
| Причины слияний и поглощений   | 15 |
| Финансирование слияний   | 15 |
| Профессиональные участники слияний                                   | 15 |
| Выкуп с помощью долгового финансирования (LBO)                       | 17 |
| Реструктуризация корпораций  | 18 |
| Переговоры о слиянии   | 19 |
| Раскрытие информации о переговорах о слиянии                         | 19 |
| Процедуры одобрения слияний  | 20 |
| Специальные комитеты советов директоров                              | 21 |
| Заключения о справедливости оценки                                   | 21 |
| Упрощенное слияние   | 21 |
| Обращение с миноритарными акционерами и<br>«вымораживание»           | 22 |
| Покупка активов в сравнении с покупкой акций                         | 22 |
| Принятие обязательств продавца                                       | 22 |
| Преимущества приобретения активов                                    | 23 |
| Распродажа активов   | 23 |
| Обратные слияния   | 24 |
| Холдинговые компании   | 24 |
| Преимущества   | 25 |
| Недостатки   | 25 |
| Совместные предприятия   | 26 |
| Стратегические союзы   | 27 |
| Список литературы  | 29 |
| 2  | 30 |
| Первая волна, 1897—1904  | 30 |
| Вторая волна, 1916—1929  | 34 |
| 1940-е годы  | 37 |
| Третья волна, 1965—1969  | 38 |
| Управленческая наука и конгломераты                                  | 40 |
| Отраслевая концентрация и волна конгломератов                        | 40 |
| Игра «цена-прибыль» и стимулы к слиянию                              | 40 |
| Бухгалтерские манипуляции и стимулы к слиянию                        | 42 |
| Упадок третьей волны слияний   | 43 |
| Рыночная эффективность и искусственные<br>манипуляции с ценами акций | 44 |
| Экономическая эффективность конгломератов                            | 44 |
| Трендообразующие слияния 1970-х                                      | 45 |
| Слияние INCO с ESB   | 45 |

|   |   |    |
|---|---|----|
|   | United Technologies против Otis Elevator                              | 47 |
|   | Colt Industries против Garlock Industries                             | 48 |
|   | Четвертая волна, 1981—1989  | 49 |
|   | Роль корпоративного рейдера   | 53 |
|   | Другие уникальные характеристики четвертой волны                      | 54 |
|   | Пятая волна   | 55 |
|   | Особенности пятой волны слияний: охваты и консолидация отраслей       | 58 |
|   | Пятая волна слияний в Европе и Азии                                   | 58 |
|   | Резюме  | 59 |
|   | Список литературы   | 59 |
| 3 |   | 61 |
|   | Общий Обзор   | 61 |
|   | Законы, регулирующие слияния, поглощения и тендерные предложения      | 61 |
|   | Законы о ценных бумагах   | 62 |
|   | Подача формы 8К   | 62 |
|   | Подача формы S-4  | 62 |
|   | Закон Уильямса  | 62 |
|   | Раздел 13(D) закона Уильямса  | 63 |
|   | Форма 13D   | 64 |
|   | Дополнительные поправки, требуемые в соответствии с разделом 13(D)(2) | 66 |
|   | Наказания за несоблюдение положений раздела 13(D)                     | 66 |
|   | Конец ознакомительного фрагмента.                                     | 68 |

**Патрик А. Гохан**  
**Слияния, поглощения и**  
**реструктуризация компаний**  
**MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE RESTRUCTURINGS**

Third edition Patrick A. Gaughan

John Wiley & Sons, Inc.

Перевод А. Шматова

© 2002 by John Wiley and Sons, Inc. All rights reserved.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Бизнес Букс», 2006.

© Электронное издание. ООО «Альпина Паблицер», 2012

## 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 LBO 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.

*Патрик А. Гохан*

# Часть 1

## Основы

### 1

#### 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 *LBO* целей уменьшилось. Конец десятилетия также продемонстрировал значительное сужение рынка бросовых облигаций, когда рейдеры и фирмы *LBO* 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).

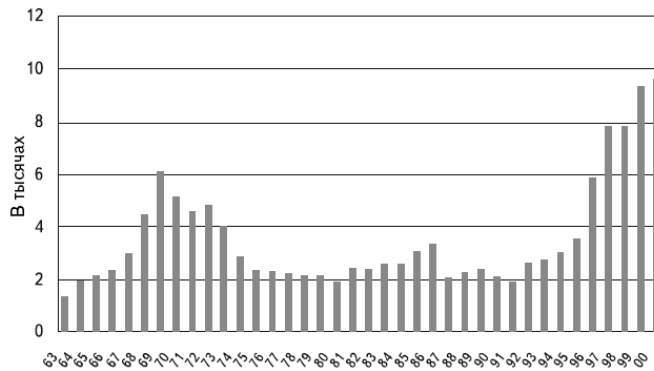
**Таблица 1.1. Десять крупнейших слияний и поглощений**

| 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 Communications 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.**

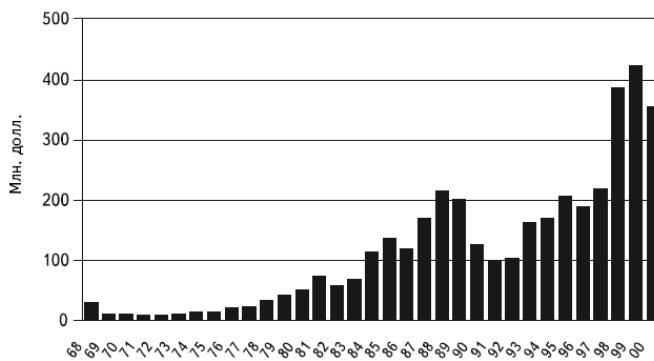
| Год  | Кол-во | Изменение (%) | Год  | Кол-во | Изменение (%) |
|------|--------|---------------|------|--------|---------------|
| 1963 | 1 361  | —             | 1982 | 2 346  | -2            |
| 1964 | 1 950  | 43            | 1983 | 2 533  | 8             |
| 1965 | 2 125  | 9             | 1984 | 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             |



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

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

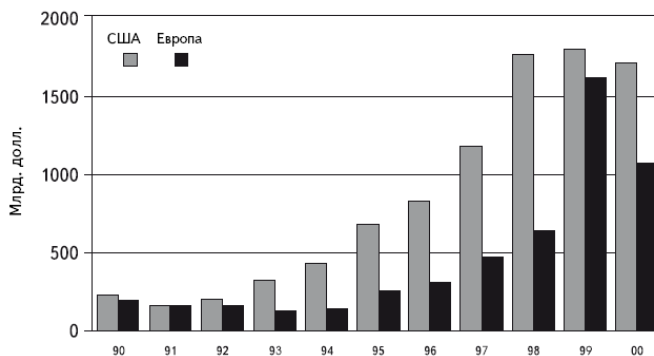
Кроме того, подробно анализируются технические приемы LBO: рынок бросовых ценных бумаг, являющийся одним из главных источников финансирования, и программы участия служащих в акционерном капитале (ESOP), являющиеся важным приемом финансирования в некоторых типах LBO.



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

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

При совершении сделок с привлечением заемного капитала в некоторых случаях могут возникать налоговые льготы. Поэтому рассматриваются различные налоговые вопросы, относящиеся как к сделкам, финансируемым заемными средствами, так и к иным сделкам.



**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.

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 А. 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. крупнейшая в мире фармацевтическая 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 явно 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. Такими профессионалами обычно являются инвестиционные банкиры, адвокаты, бухгалтеры и специалисты по оценке. Инвести-

ционные 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.

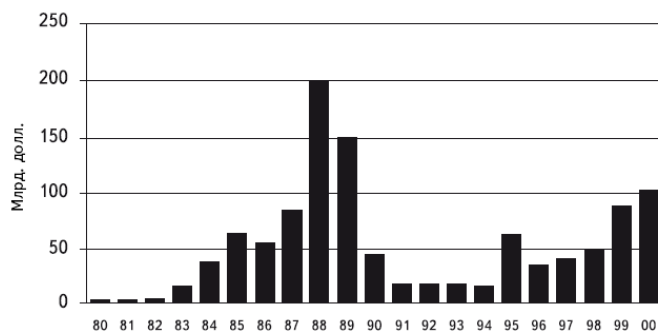
После четвертой волны слияний практика выкупов с долговым финансированием уменьшилась, но несколько восстановилась в ходе пятой волны (рисунок 1.4). Этому способствовало

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 *дивести́рование* (*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 дивести́ции – 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.



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

*Источник: Thomson Financial Securities Data.*

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 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 дивести́ции).

## 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, привести 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 закоренелыми 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 против 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 опросу], 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 действу-

ющими 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 %.

## **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 избе-

жать 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 покупатель. Большинство обратных слияний происходит с небольшими 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 Maayan Network Corp. В этой сделке Maayan поглотила Ariel. Акционеры Maayan 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 Maayan, 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 положение[2].

## 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 эффектив-

ный 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, на акции компании оказывается меньшее восходящее ценовое давление и стоимость в расчете на акцию может быть ниже. Покупатель может попытаться уменьшить восходящее ценовое давление, покупая акции постепенно в течение длительного периода времени.

- *Отсутствие премии за контроль.* Поскольку не приобретается 51 % акций, премию за контроль, которая обычно ассоциируется с поглощением контрольного пакета (от 51 % до 100 % акций), не нужно будет платить.

- *Контроль с частичной собственностью.* Как отмечалось, рабочий контроль можно установить с помощью менее чем 51 % акций компании-цели. Это позволит контролирующей компании осуществлять определенное влияние на корпорацию-цель так, чтобы способствовать дальнейшему осуществлению намерений контролирующей компании.

- *Не требуется одобрения.* До некоторого количества, допускаемого федеральными законами и законами штатов, холдинговая компания может просто покупать акции компании-цели, не запрашивая одобрения со стороны акционеров целевой компании. Как показано в главе 3, осуществлять это становится все труднее, потому что различные законы затрудняют достижение холдинговой компанией такого уровня контроля, если существует серьезная оппозиция со стороны акционеров.

## Недостатки

Холдинговые компании имеют также определенные недостатки, которые делают сделки такого типа привлекательными только при определенных обстоятельствах. Вот некоторые из этих недостатков:

- *Множественное налогообложение.* Структура холдинговой компании добавляет в корпоративную структуру еще один слой. Как правило, доход акционеров подлежит двойному налогообложению. Доход облагается налогом на корпоративном уровне, и потом часть оставшегося дохода может быть распределена между акционерами в форме дивидендов. Затем акционер выплачивает налог на свой дивидендный доход на индивидуальном уровне.

Холдинговые компании получают дивидендный доход от компании, которая уже заплатила налоги на корпоративном уровне. Этот доход может затем подвергнуться налогообложению на уровне холдинговой компании, прежде чем он будет распределен между акционерами. Это приводит к тройному налогообложению доходов корпорации. Однако если холдинговая компания владеет 80 % или более голосующих акций дочерней компании, Служба внутренних доходов США разрешает подавать декларацию о консолидированных доходах, в которой дивиденды, полученные от материнской компании, налогом не облагаются. Когда доля собственности составляет менее 80 %, прибыль не может быть консолидирована, но от 70 % до 80 % дивидендов не подлежат налогообложению.

- *Антитрестовские проблемы.* Комбинация холдинговой компании может сталкиваться с теми же антитрестовскими проблемами, что и непосредственное поглощение. Если, однако, регулирующие органы находят, что структура холдинговой компании является антиконкурентной, то относительно легко потребовать, чтобы холдинговая компания ликвидировала свои доли собственности в корпорации-цели. С учетом простоты, с которой это осуществляется, регуляторные власти могут потребовать этого быстрее, чем в случае с более интегрированной корпоративной структурой.

- *Отсутствие 100 % собственности.* Хотя тот факт, что холдинговая компания может быть сформирована без покупки 100 % акций, служит источником экономии затрат, он оставляет холдинговую компанию с другими внешними акционерами, которые будут иметь некоторое контролирующее влияние на компанию. Это может вести к разногласиям относительно направления деятельности компании.

## Совместные предприятия

Другим типом объединения бизнеса является *совместное предприятие (joint venture)*. Здесь компании могут вступать в соглашения с целью предоставления определенных ресурсов для достижения некоторой экономической цели. Например, одна компания предоставляет финансирование, а другая вносит физические активы или технологические знания и опыт. Предприятие получает некоторую прибыль, которая будет разделена между партнерами в определенной пропорции, заранее установленной соглашением о совместном предприятии.

В последние годы был создан ряд международных совместных предприятий в автомобильной промышленности. Компании США заключили соглашения о сотрудничестве с японскими производителями, чтобы воспользоваться некоторыми сравнительными преимуществами японских компаний, такими как технологические новшества и контроль качества. Это сотрудничество привело к созданию производственных мощностей в США по выпуску автомобилей для продажи на американском рынке под торговыми марками американских производителей. Целью было дать возможность американским производителям выпускать машины, имеющие некоторые из выгодных характеристик японских автомобилей (качество, надежность и экономичность), не инвестируя значительные ресурсы в разработку технологии и используя японские производственные ноу-хау. Японские производители, в свою очередь, смогли воспользоваться преимуществами торговых марок американских компаний, их дистрибьюторской сетью и другими маркетинговыми достоинствами, имеющимися в распоряжении американских производителей, в частности хорошими финансовыми возможностями. Кроме того, эти совместные предприятия, использующие американские производственные мощности и рабочую силу, позволили японским производителям избежать торговых ограничений, которые могли применяться к ним, если бы они непосредственно продавали свою продукцию на американском рынке. Одним из примеров таких соглашений было совместное предприятие между Chrysler Motors и Mitsubishi Motors, в котором компании договорились о совместном производстве автомобилей в Блумингтоне, штат Иллинойс.

Другим примером, который иллюстрирует комбинацию характеристик совместного предприятия и холдинговой компании, является предприятие Packard Bell и NEC, сформированное в 1995 г., в котором NEC за 170 млн. долл. приобрела 20 % акций закрытой частной компании Packard Bell. В дополнение к предоставлению Packard Bell денежных средств, в которых та нуждалась, компании согласились поставлять друг другу комплектующие и производить совместные закупки компьютерных деталей, а также участвовать в совместных разработках продукции. Компании также договорились о совместном использовании маркетинговых каналов друг друга.

## **ПРАКТИЧЕСКИЙ ПРИМЕР: СОВМЕСТНОЕ ПРЕДПРИЯТИЕ СОКЕ И PROCTER & GAMBLE СТОИМОСТЬЮ 4,2 МЛРД. ДОЛЛ.**

20 февраля 2001 г. две гигантские компании по производству потребительских продуктов Coke и Procter & Gamble учредили отдельную компанию как свое совместное предприятие. Планируется, что эта компания будет разрабатывать и продавать соки и легкие закуски, сочетая международную систему распределения Coke с опытом разработки Procter & Gamble. Корпоративная структура предприятия представляет собой компанию с ограниченной ответственностью, в которой каждый партнер владеет 50 % акций. Каждая компания вносит в это совместное предприятие известные потребителям торговые марки: Coke – соки Minute Maid и напитки Fruitopia, Hi-C и Five Alive; Procter & Gamble – Sunny Delight и Pringles. Новая компания будет иметь 4 тыс. служащих и продавать 40 торговых марок.

Совместное предприятие сочетает сильные стороны каждой компании. Coke обладает исключительно широкой глобальной системой распределения, которой не хватает Procter & Gamble. Procter & Gamble, однако, имеет впечатляющие возможности по разработке новых потребительских продуктов, таких как питательные безалкогольные напитки. Хотя Coke владеет всемирно известными торговыми марками и построила прекрасную систему распределения, она переживала снижение объема своих продаж и стремилась к переключению на новые продукты, особенно на негазированные напитки. В этом направлении Procter & Gamble ее превосходит.

Комбинация даст толчок некоторым успешным продуктам Procter & Gamble, таким как картофельные чипсы Pringles. Procter & Gamble считает, что сможет значительно увеличить объем продаж Pringles, продавая их через распределительную систему Coke. Например, по сообщениям, Pringles присутствуют лишь в среднем в одном из 10 магазинов, где продается Coke<sup>1</sup>.

Совместное предприятие с Procter & Gamble было альтернативой, которой руководство Coke занялось после того, как недавно совет директоров наложил вето на предполагавшееся поглощение Quaker Oats, которое, по их мнению, оказалось слишком дорогостоящим. Союз между Coke и Procter & Gamble помогает ликвидировать отставание от Pepsi на рынках соков и закусок, где последняя имеет очень сильные позиции. Pepsi владеет доминирующей торговой маркой соков Tropicana, а также закусками Frito-Lay. Совместное предприятие с Procter & Gamble предоставляет теперь в распоряжение Coke признанные торговые марки в обеих этих областях.

## **Стратегические союзы**

Альтернативой совместному предприятию является *стратегический союз (strategic alliance)*. Стратегический союз представляет собой более гибкую, чем совместные предприятия, конструкцию и означает самые разнообразные соглашения между компаниями, в соответствии с которыми они работают вместе в течение различных периодов времени для достижения каких-то конкретных целей. С помощью таких союзов могут легко устанавливаться и легко разрушаться различные связи. В случае стратегического союза юридическое лицо обычно не

---

<sup>1</sup> Nikhil Deogun and Betsy McKay, «Coke and P&G Plan to Create \$4.2 Billion Juice and Snack Company», *Wall Street Journal*, 21 February 2001, p. B1.

создается, в то время как в случае совместного предприятия это происходит. Это может быть преимуществом, потому что не приходится нести потенциальные затраты на управляющих совместным предприятием. Повышенная гибкость стратегических союзов может быть особо выгодной для растущих компаний, поскольку позволяет им быстро налаживать необходимые связи. Эти связи зачастую помогают легче достигать целей, которые требовали бы значительных инвестиций и финансовых ресурсов. Здесь кроется еще одна причина, по которой растущие компании, например компании высоких технологий, могут найти такую альтернативу особенно выгодной. Примером союза для развития высоких технологий было соглашение 1990 г. между NCR и Seagate Technology о совместной разработке высокопроизводительных складских систем[3]. Примером соглашения о высокотехнологичном маркетинге был союз между 3Com Corporation и Sync Research, в котором 3Com Corporation предоставляет маркетинговую помощь для продукции Sync Research.

Недостатком союзов является возможность приспособленческого поведения со стороны партнеров. Компании, которые делятся экономическими стратегиями и секретами, могут подвергнуть эти ценные нематериальные активы большему риску, чем могло бы произойти в более интегрированной организационной структуре.

С учетом как правило непрочной природы союзов существует тенденция позиционирования партнеров так, чтобы у них создавалась необходимость друг в друге. Это подразумевает, например, обмен только необходимой информацией и лишь тогда, когда без этого нельзя обойтись. Партнеры продолжают сотрудничать только до тех пор, пока это приносит обоюдную выгоду. Если партнеры в состоянии показать друг другу, что все еще существуют выгоды от продолжения сотрудничества в будущем, то стимул к дальнейшему сотрудничеству остается.

### **ПРАКТИЧЕСКИЙ ПРИМЕР: СОЮЗ CISCO – SOFTBANK**

В январе 2001 г. Cisco объявила о трехстороннем соглашении, в соответствии с которым этот американский производитель коммутационного оборудования для Интернета покупает 1 % собственности Softbank за 200 млн. долл., одновременно осуществляя обратный выкуп большей части доли собственности Softbank в японском подразделении Cisco за, как сообщалось, 275 млн. долл. Кроме того, Cisco объявила, что она инвестирует свыше 1 млрд. долл. в азиатский венчурный фонд, которым будет управлять Softbank.

Эта сделка является расширением отношений между Cisco и Softbank, которое началось в 1994 г., когда Softbank купил 12 %-ную долю в японском подразделении Cisco. Softbank также помогал Cisco с проникновением на японский рынок. Новая сделка предназначена для того, чтобы воспользоваться сильными сторонами и ресурсами этих компаний. Cisco приносит не только свой обширный опыт работы с Интернетом, но также значительные финансовые ресурсы. Softbank приносит свое знание азиатского интернет-бизнеса. Денежные ресурсы, которые «выкладывает на стол» Cisco, помогут компенсировать дефицит таких ресурсов у Softbank. Cisco, с другой стороны, рассматривает эту сделку как возможность расширить азиатский рынок для своих продуктов и услуг. С учетом того, что Cisco имеет длительные отношения с Softbank, ее уровень уверенности в этой сделке выше, чем он был бы, если бы в качестве партнера выступала компания, с которой у нее не было таких отношений. Финансовые ресурсы Cisco появились также в то время, когда цена акций Softbank значительно упала.

## **Список литературы**

Chan, SuHan, John S. Kensinger, Arthur Keown, and John Martin, «Do Strategic Alliances Create Value», *Journal of Financial Economics* 46, no. 2 (November 1997).

## 2

**История слияний**

В истории Соединенных Штатов имели место пять периодов высокой активности в области слияний, часто называемых *волнами слияний*. Эти периоды характеризовались циклическостью: за периодом с большим количеством слияний следовал период спада с относительно меньшим числом слияний. Первые четыре волны датируются 1897–1904 гг., 1916–1929 гг., 1965–1969 гг. и 1984–1989 гг. В конце 1980-х гг. активность в сфере слияний понизилась, но снова возросла в начале 1990-х, что стало нынешней пятой волной. Различные волны слияний вызывали существенные изменения в структуре американского бизнеса. Они сыграли чрезвычайно важную роль в трансформации американской промышленности из совокупности малых и средних предприятий в ее современную форму, представленную тысячами многонациональных корпораций.

В этой главе более подробно рассказывается о недавних периодах слияний, потому что они, безусловно, имеют большее отношение к последним тенденциям в мире слияний. Это особенно справедливо в отношении четвертой и пятой волн слияний.

**Первая волна, 1897—1904**

Первая волна слияний началась после депрессии 1883 г., достигла пика между 1898 и 1902 гг. и закончилась в 1904 г. (таблица 2.1 и рисунок 2.1). Хотя эти слияния затронули все главные добывающие и производственные отрасли промышленности, некоторые отрасли явно демонстрировали более высокий уровень активности слияний[4]. По данным профессора Ральфа Нельсона из Национального бюро экономических исследований (National Bureau of Economic Research), наибольшее число слияний произошло в следующих восьми отраслях: металлургия, нефтепродукты, производство продуктов питания, химическая промышленность, транспортное оборудование, производство металлопроката, машиностроение, добыча каменного угля. На эти отрасли пришлось приблизительно 2/3 всех слияний в этот период.

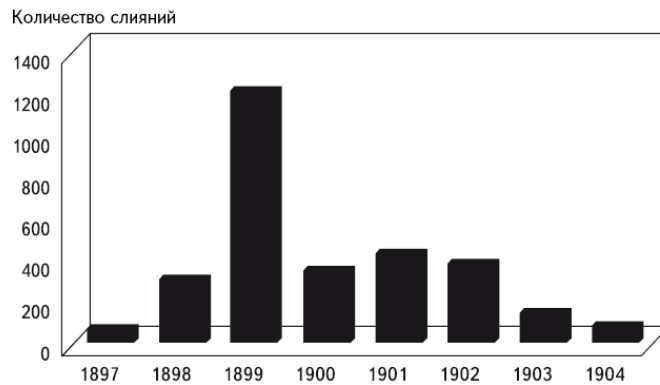
**Таблица 2.1. Количество слияний, 1897–1904 гг.**

| Год  | Количество слияний |
|------|--------------------|
| 1897 | 69                 |
| 1898 | 303                |
| 1899 | 1208               |
| 1900 | 340                |
| 1901 | 423                |
| 1902 | 379                |
| 1903 | 142                |
| 1904 | 79                 |

*Источник:* Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, *Mergerstat Review*, 1989.

Слияния первой волны в основном носили горизонтальный характер (таблица 2.2 и рисунок 2.2). Многие горизонтальные слияния и отраслевые консолидации этого времени нередко приводили к почти монопольной структуре рынка. Поэтому этот период сыграл определенную роль в создании больших монополий и ассоциируется с первой миллиардной сделкой мегаслияния, когда U.S. Steel, основанная Дж. П. Морганом, объединилась с Carnegie Steel, основанной Эндрю Карнеги, и с другими своими крупными конкурентами. В получившемся стальном гиганте слились 785 отдельных компаний. В течение некоторого времени на U.S. Steel приходилось 75 % сталелитейных мощностей США.

Помимо USX Corporation (ранее U.S. Steel) из первой волны слияний происходят и некоторые другие индустриальные гиганты современности: DuPont Inc., Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco Inc. и Navistar International (ранее International Harvester). Хотя и сегодня эти компании являются крупнейшими корпорациями с большими долями рынка, некоторые из них в конце первой волны слияний были поистине доминирующими. Например, American Tobacco владела 90 % рынка, а Standard Oil, принадлежавшая Дж. Д. Рокфеллеру, располагалась 85 % рынка.



**Рисунок 2.1.** Слияния первой волны, 1887–1904 гг.

Первая волна слияний породила 300 крупных объединений, охвативших многие промышленные районы и контролировавших 40 % промышленного капитала страны. По оценке Нельсона, в результате слияний в этот период исчезли более 3 тыс. компаний.

**Таблица 2.2.** Типы слияний, 1885–1904 гг.

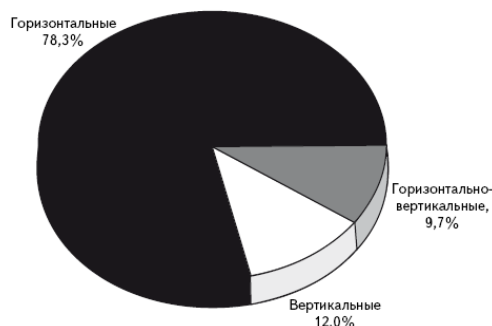
| Тип слияния                | Доля (%) |
|----------------------------|----------|
| Горизонтальное             | 78,3     |
| Вертикальное               | 12,0     |
| Горизонтально-вертикальное | 9,7      |
| Всего                      | 100,0    |

*Источник:* Neil Fligstein, *The Transformation of Corporate Control* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990), p. 72.

К 1909 г. 100 крупнейших промышленных корпораций контролировали почти 18 % активов всех промышленных корпораций США. Даже принятие антитрестовского закона Шермана (Sherman Antitrust Act, 1890) не помешало этому периоду интенсивной деятельности в сфере слияний. Ответственность за ограниченное воздействие закона Шермана лежала главным образом на министерстве юстиции, которому была поручена реализация этого закона. В период крупной консолидации начала прошлого века министерство юстиции, испытывая недостаток кадров, было не в состоянии активно проводить в жизнь антитрестовское законодательство. Деятельность этого учреждения была направлена главным образом на профсоюзы, поэтому развитие горизонтальных слияний и отраслевых консолидаций шло беспрепятственно, без каких-либо значительных антитрестовских ограничений.

К концу первой большой волны слияний стало очевидным увеличение уровня концентрации в американской промышленности. Число компаний в некоторых отраслях, например в сталелитейной, существенно сократилось, а в некоторых осталось лишь по одной компании. Парадоксально, но эти монополизированные отрасли формировались после принятия закона Шермана. Кроме того, помимо отсутствия ресурсов у министерства юстиции, суды вначале не интерпретировали антимонопольные положения закона буквально. Например, в 1895 г. Вер-

ховный суд США постановил, что American Sugar Refining Company не является монополией, ограничивающей торговлю[5]. Суды полагали, что суть закона – в регулировании акционерных трестов, акционеры которых, вкладывая средства в компанию, доверяли сертификаты своих акций директорам, обеспечивавшим получение акционерами дивидендов по этим *трестовым сертификатам*. По этой причине в течение первой волны слияний в нескольких отраслях промышленности закон Шермана не применялся для ограничения образования монополий.



**Рисунок 2.2.** Типы слияний первой волны.

*Источник:* Nelson 1959 and Neil Fligstein, *The Transformation of Corporate Control* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990), p. 72.

Тресты формировались доминирующими лидерами экономики, такими как Дж. П. Морган, глава House of Morgan, и Джон Д. Рокфеллер, владелец Standard Oil и National City Bank, в ответ на слабые результаты работы многих предприятий страны в условиях неблагоприятного экономического климата. Одну из причин низкой производительности многих отраслей они видели в структуре этих отраслей, состоявших из большого количества малых и неэффективных компаний. Они использовали свое влияние и возможности и провели многочисленные слияния в ряде отраслей, стремясь снизить уровень конкуренции и дать возможность выжившим компаниям воспользоваться преимуществами крупномасштабного производства. Конечным результатом было то, что некоторые тресты, а именно American Cottonseed Oil Trust и National Lead Trust, стали господствующими в своих отраслях, а Morgan Bank контролировал First National Bank, National Bank of Commerce, First National Bank of Chicago, Liberty National Bank, Chase National Bank, Hanover National Bank и Astor National Bank[6].

Помимо вялого применения федеральных антитрестовских законов, успех первой волны слияний объясняется и другими юридическими причинами. Например, в некоторых штатах законы о корпорациях были весьма либеральными. В частности, корпорации имели свободный доступ к капиталу, могли владеть акциями других корпораций и расширять номенклатуру своих деловых операций, создавая тем самым плодородную почву для слияний. Свободный доступ к капиталу облегчал компаниям получение средств для поглощений, а облегченные правила, регулирующие владение акциями корпораций, позволяли приобретать акции других компаний с целью их поглощения.

Не все штаты США либерализовали законы о корпорациях. В результате темп слияний и поглощений в отдельных штатах был выше, чем в других. Штат Нью-Джерси, в котором принятие закона о холдинговых компаниях 1888 г. помогло либерализовать местные законы о корпорациях, был лидирующим по слияниям и поглощениям. За ним следовали штаты Нью-Йорк и Делавэр. Закон о холдинговых компаниях способствовал тому, что и другие штаты приняли подобные нормативные акты, дабы не допустить перерегистрации фирм в Нью-Джерси. Но все равно многие компании принимали решение регистрироваться в Нью-Джерси, чем объясняется участие большого числа компаний этого штата в первой волне слияний. Эта тенденция

существенно ослабла к 1915 г., когда различия в законах разных штатов о корпорациях стали менее значительными.

Развитие транспортной системы США было еще одним важным фактором первой волны слияний. Образование разветвленной сети железных дорог после гражданской войны помогло создать национальный рынок (вместо множества региональных), который компании потенциально могли обслуживать. Трансконтинентальные железные дороги, например Union Pacific – Central Pacific, достроенная к 1869 г., связали западные штаты с остальной частью страны. Многие компании, отныне не считавшие потенциал рынка ограниченным узкими рамками, расширились, чтобы воспользоваться преимуществами нового, более масштабного рынка. Компании, которым теперь пришлось столкнуться с конкуренцией со стороны удаленных соперников, предпочитали сливаться с местными конкурентами, чтобы удержать свою долю рынка. Изменения в национальной транспортной системе сделали поставки на удаленные рынки более легкими и дешевыми. В период с 1882 по 1900 гг. стоимость железнодорожных перевозок падала в среднем на 3,7 % в год[7]. В начале 1900-х гг. стоимость перевозок увеличилась очень незначительно, несмотря на растущий спрос на транспортные услуги.

Некоторые структурные изменения помогали компаниям обслуживать национальные рынки. Например, изобретение машины непрерывного производства сигарет Бонсака позволило American Tobacco Company снабжать национальный сигаретный рынок с помощью относительно небольшого числа машин[8].

По мере расширения компании использовали экономию от масштаба в производстве и распределении. Например, Standard Oil Trust контролировала 40 % мирового производства нефти, используя всего три нефтеочистительных завода. Она ликвидировала ненужные заводы и тем самым достигла большей эффективности[9]. Подобный процесс экспансии в погоне за экономией от масштаба имел место во многих отраслях обрабатывающей промышленности Соединенных Штатов. Компании и их управляющие начали изучать производственный процесс, чтобы использовать преимущества массового производства[10]. Увеличение масштабов бизнеса требовало также более искусных управленческих навыков и вело к дальнейшей специализации менеджмента.

Как уже упоминалось, первая волна слияний началась лишь в 1897 г., но первая великая битва за захват (*takeover battle*) началась гораздо раньше – в 1868 г. Хотя термин *битва за захват* сегодня используется, как правило, для описания подчас неприятных конфликтов между компаниями в процессе поглощения, его можно применить более буквально к баталиям, происходившим при первых слияниях корпораций. Одна такая стычка вокруг поглощения произошла во время спора за контроль над железной дорогой Erie Railroad в 1868 г. Попытка поглощения противопоставила Корнелиуса Вандербильта Дениэлу Дрю, Джиму Фиску и Джею Гоулду. В качестве одной из своих главных оборонительных мер защитники Erie Railroad выпустили на свое имя огромное количество акций, хотя у них и не было на это права. В то время, поскольку взяточничество судей и выборных чиновников было делом обычным, юридические последствия нарушения законов о корпорациях практически отсутствовали. Схватка за контроль над железной дорогой приняла насильственный оборот, когда целевая корпорация для защиты своей штаб-квартиры наняла охрану, вооруженную огнестрельным оружием и пушками. Попытка поглощения завершилась, когда Вандербильт оставил идею наступления на Erie Railroad и переключил свое внимание на более слабые компании-цели.

В конце XIX столетия в результате таких схваток вокруг поглощений общественность стала высказывать все большую озабоченность неэтичным ведением бизнеса. В течение 1890-х гг. законы о корпорациях не были достаточно эффективными. В ответ на множество протестов, связанных с ситуацией на железных дорогах, Конгресс создал в 1897 г. Комиссию по торговым отношениям между штатами. Администрации Гаррисона, Кливленда и МакКинли (1889–1901) проводили активную политику в интересах крупных корпораций и заполнили эту

Комиссию сторонниками тех самых железных дорог, деятельность которых она должна была регулировать. И лишь после принятия антитрестовского законодательства в конце XIX-го – начале XX-го веков и более жестких законов о ценных бумагах после Великой депрессии, юридическая система обрела необходимую силу для противодействия тактике неэтичных поглощений.

Не имея адекватных юридических ограничений, банковское и деловое сообщество приняло свой собственный добровольный кодекс этического поведения. Этот кодекс поддерживался с помощью неписаного договора между инвестиционными банкирами, соглашавшимися вести дела только с теми компаниями, которые придерживались этих более высоких этических стандартов. Сегодня в Великобритании принято полагаться на такой добровольный кодекс. Хотя эти неформальные стандарты не предотвращали всех видов неподобающей деятельности при осуществлении поглощений, они подготовили почву для разумного поведения во время первой волны поглощений.

Конец первой волне слияний положили скорее финансовые факторы, чем юридические ограничения. Во-первых, коллапс судостроительного треста в начале XX в. привлек внимание к опасности финансового мошенничества. Во-вторых, и это более важно, в 1904 г. произошел обвал фондового рынка, за которым последовала банковская паника 1907 г., в результате чего закрылись многие банки страны и был подготовлен путь для формирования Федеральной резервной системы. В связи с падением фондового рынка и слабостью банковской системы основные финансовые компоненты, необходимые для подпитывания поглощений, исчезли. С их исчезновением первый период великих поглощений пришел к концу.

Некоторые историки экономики интерпретируют многие горизонтальные слияния первой волны как попытку добиться экономии от масштаба. Расширяющиеся компании стремились через слияния и поглощения повысить свою эффективность путем более низких затрат на единицу продукции. Тот факт, что большинство этих слияний закончилось неудачей, означает, что эти компании не добились успеха в своем стремлении к повышению эффективности.

При президенте Теодоре Рузвельте, пребывавшем на своем посту с 1901 по 1909 гг., антитрестовская среда постепенно становилась все более строгой. Хотя он и не играл важной роли в окончании первой волны слияний, Рузвельт, прославившийся как *сокрушитель трестов*, продолжал оказывать давление на противоконкурентную деятельность. Сначала правительству не удавалось добиться успеха в своих антитрестовских исках, но ближе к концу пребывания Рузвельта у власти судебные тяжбы все чаще разрешались в пользу правительства. Ключевое решение Верховного суда в деле Northern Securities 1904 г. является примером большого успеха правительства в осуществлении антитрестовских мероприятий. Хотя президент Рузвельт имел репутацию сокрушителя трестов, именно его преемник Уильям Говард Тафт добился успеха в ликвидации нескольких крупнейших трестов.

По иронии судьбы многие из компаний, сформировавшихся в результате разукрупнения больших трестов, стали в дальнейшем крупными корпорациями. Например, Standard Oil была разбита на такие компании, как Standard Oil of New Jersey (впоследствии – Exxon), Standard Oil of New York (позднее – Mobil), Standard Oil of California (Chevron) и Standard Oil of Indiana (Amoco). Недавнее объединение Exxon и Mobil знаменует частичное восстановление этого дробления.

## Вторая волна, 1916—1929

Джордж Стиглер (George Stigler), экономист, лауреат Нобелевской премии и бывший профессор Чикагского университета, противопоставляет первую и вторую волны слияний как преимущественно *слияния в монополии* и *слияния в олигополии*. Во время второй волны слияний были консолидированы некоторые отрасли экономики. Результатом нередко была оли-

гополистическая, а не монополистическая структура отрасли. Модель консолидации, установившаяся в течение первого периода слияний, была продолжена во втором периоде. В течение второго периода американская экономика продолжала расти и развиваться главным образом благодаря экономическому буму после первой мировой войны, который предоставил большой объем инвестиционного капитала для готовых к нему рынков ценных бумаг. Наличие капитала, подпитывавшееся благоприятными экономическими условиями и мягкими требованиями к доходности, подготовило почву для краха фондового рынка в 1929 г.

Антитрестовская среда 1920-х гг. была более строгой, чем преобладавшая накануне первой волны слияний. К 1910 г. Конгресс всерьез обеспокоился ущербом, наносимым рынку со стороны монополий, и мощью, сосредоточенной в их руках. Стало очевидно, что закон Шермана в качестве сдерживающего средства для монополий неэффективен. В результате Конгресс в 1914 г. принял закон Клейтона (Clayton Act), который вводил в закон Шермана антимонопольные положения (подробное описание закона Клейтона дано в главе 3). По мере того как в первые десятилетия XX века экономика и банковская система восстанавливались, этот антитрестовский закон становился важным сдерживающим средством для монополий. В более строгой антитрестовской юридической среде вторая волна слияний породила меньше монополий, но больше олигополий и много вертикальных слияний. Кроме того, многие компании сливались в несвязанных отраслях. Это было первым крупномасштабным формированием конгломератов. Хотя такие объединения включали компании, не производившие одинаковые продукты, они часто имели сходный ассортимент.

### **ПРАКТИЧЕСКИЙ ПРИМЕР: ALLIED CHEMICAL CORPORATION**

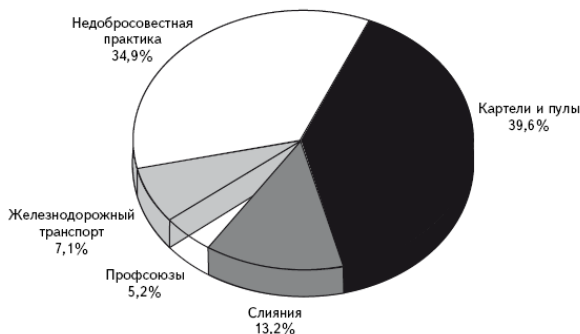
Allied Chemical Corporation – один из конгломератов, сформированных в этот период – установил контроль над пятью различными компаниями: General Chemical, Barrett, Solvay Process, Semet-Solvay и National Aniline and Chemical. Хотя эти компании явно имели разный ассортимент продукции, они работали в связанных экономических областях: General Chemical объединяла в себе 12 производителей серной кислоты, Barrett продавала побочные продукты аммиака, а также продукты из дегтя, Solvay Process была крупнейшим в стране производителем золы, Semet продавала продукцию из дегтя, а National Aniline and Chemical была крупнейшим в стране продавцом красителей. Объединившись под эгидой Allied Chemical Corporation, эти различные производственные процессы оказались под одной управленческой структурой. В результате Allied смогла использовать разные виды экономии, которые возникали при совмещении этих производственных процессов и связанных с ними маркетинговых действий<sup>2</sup>.

Вооружившись законами Клейтона и Шермана, правительство оказалось в лучшем положении для более эффективного применения антитрестовского законодательства, чем это было в период первой волны слияний. Однако главное внимание уделялось предотвращению образования картелей или пулов и борьбе с несправедливыми методами ведения бизнеса, а не недопущению противоконкурентных слияний (рисунок 2.3). В это время во многих отраслях широкое распространение получило фиксирование цен, считавшееся более серьезной угрозой конкуренции, чем слияния, которые теперь стали главным образом вертикальными или конгломератными.

---

<sup>2</sup> Jesse Markham, «Survey of the Evidence and Findings on Mergers», in *Business Concentration and Public Policy* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1995). См. комментарий Джорджа Стокинга на стр. 208–209.

Как и первая волна слияний, второй период был свидетелем образования многих выдающихся корпораций, которые процветают и по сей день. Среди них: General Motors, IBM, John Deere и Union Carbide Corporation.



**Рисунок 2.3.** Типы дел по закону Шермана, 1901–1920 гг.

*Источник: The Federal Antitrust Laws (Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 1938) и Neil Fligstein, The Transformation of Corporate Control (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990), p. 79.*

Всего в 1926–1930 гг. произошло 4 600 слияний, а с 1919 по 1930 гг. 12 тыс. производственных, горнодобывающих, коммунальных и банковских компаний прекратили свое существование. По данным Эрла Кинтнера, в 1921–1933 гг. через слияния были поглощены активы в 13 млрд. долл., представлявшие 17,5 % всех производственных активов США[11]. Непрерывное развитие общенациональной системы железнодорожного транспорта в сочетании с ростом автомобильного транспорта продолжало трансформировать местные рынки в национальные. Конкуренция между компаниями усилилась за счет распространения радиоприемников в домах в качестве главной формы развлечения, что привело к большему использованию рекламы как формы дифференциации продукта. Маркетологи использовали новое средство для рекламирования общенациональных брендов. Началась эра массового мерчандайзинга.

Особенно сильной рыночной концентрации подверглась отрасль предприятий коммунального обслуживания. Многие из слияний включали холдинговые компании коммунальных предприятий, которые контролировались относительно небольшим числом акционеров. Эти предприятия часто организовывались с использованием пирамидальной корпоративной структуры, позволявшей акционерам получать прибыль и, по заключению Федеральной торговой комиссии (Federal Trade Commission, FTC), не служившей общественным интересам. Тресты коммунального обслуживания в конечном счете были включены в систему государственного регулирования законом о холдинговых компаниях предприятий коммунального обслуживания 1935 г. (Public Utility Holding Company Act, PУHCA). Этот закон, предназначенный для профилактики нарушений, наделил Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) властью регулировать корпоративную структуру и права на голосование акционеров публичных предприятий коммунального обслуживания, а также уполномочил SEC упорядочить выпуск ценных бумаг предприятиями коммунального обслуживания и поглощение ими активов или ценных бумаг других компаний. Поскольку в то время злоупотребления предприятиями коммунального обслуживания корпоративной властью и фидуциарной ответственностью были гораздо более распространены, чем сегодня, в наши дни PУHCA особой роли не играет.

Хотя слияния охватили практически все отрасли промышленности, следующие отрасли пережили непропорционально большое количество слияний:

- металлургия;

- нефтепереработка;
- производство продуктов питания;
- химическая промышленность;
- транспортное машиностроение.

Волна слияний поддерживалась не только ограниченным применением антитрестовских законов, но также и поощрением со стороны федерального правительства процесса формирования объединений корпораций с целью повышения производительности национальной индустрии в свете военных интересов государства. Вместо конкуренции во время первой мировой войны поощрялась совместная работа американских компаний, особенно в обрабатывающей и добывающей промышленности. Однако даже после окончания войны правительство придерживалось этой политики в течение 1920-х гг.

Вторая волна слияний имеет некоторые общие черты с четвертой волной в том, что частым было привлечение заемного капитала для финансирования сделок. Компании использовали значительные суммы заемного капитала в структуре финансирования, что давало возможность инвесторам получать огромные прибыли, но также вносило риск падения стоимости в случае замедления роста экономики, как вскоре и произошло. Одним из ставших популярным типов структуры капитала была пирамидальная холдинговая компания, в которой немногочисленная группа инвесторов с помощью относительно небольшой суммы инвестированного капитала могла контролировать крупные предприятия.

Вторая волна слияний закончилась одновременно с крахом фондового рынка 29 октября 1929 г. «Черный четверг» стал крупнейшим падением фондового рынка в истории до краха октября 1987 г. Хотя этот коллапс не был сам по себе причиной Великой депрессии, он сыграл в ней большую роль, ибо внес вклад в значительное падение деловой и инвестиционной уверенности, в результате чего были еще более сокращены предпринимательские и потребительские расходы, что усугубило депрессию. После краха число слияний существенно уменьшилось. Не думая больше о расширении, компании в обстановке быстрого и всеобщего сокращения спроса стремились лишь сохранить платежеспособность.

Инвестиционные банкиры играли ключевую роль в первых двух периодах слияний, оказывая значительное влияние на лидеров экономики. Они часто накладывали вето на слияние, если считали, что оно противоречит политике или этическим взглядам инвестиционного банка, не выделяя средств компании, которая нуждалась в финансировании. Инвестиционные банки легко достигали контролирующего влияния, поскольку небольшое их число контролировало большую часть капитала, имевшегося для финансирования слияний и поглощений. В те годы отрасль инвестиционного банкинга была более концентрирована, чем сегодня. Основная часть ее капитала контролировалась небольшой группой банкиров, которые стремились не конкурировать друг с другом. Например, один инвестиционный банкир, как правило, не пытался перебить бизнес у другого; у каждого банкира была своя собственная клиентура, и эти отношения имели тенденцию сохраняться. Это заметно контрастирует с той высокой степенью конкуренции, которая существует в данной отрасли сегодня.

Число слияний, имевших место в течение первых двух волн, демонстрирует, что инвестиционные банки, как правило, поддерживали деятельность по слияниям, однако в третий период слияний – эру конгломератов – финансовая поддержка подобного рода сделок поступала из источников иных, чем инвестиционные банки.

## 1940-е годы

Прежде чем перейти к рассказу о третьем периоде слияний, кратко рассмотрим слияния 1940-х гг. В течение этого десятилетия крупные компании приобретали более мелкие частные предприятия по налоговым соображениям. В этот период высоких налогов на наследство пере-

дача предприятий внутри семей была очень дорогим делом; поэтому увеличился стимул для продажи собственной компании другим фирмам. Такие слияния не приводили к увеличению концентрации капитала, потому что большинство из участвующих в них компаний не имело значительной доли в общих активах отрасли. Большая часть объединений семейных предприятий состояла из некрупных компаний.

В 1940-е гг. не произошло каких-либо крупных технологических изменений или серьезных событий в инфраструктуре страны. Поэтому увеличение количества слияний было относительно небольшим. Тем не менее эти цифры продолжали беспокоить Конгресс, отреагировавший принятием в 1950 г. закона Селлера – Кифовера (Celler – Kefauver Act), который усилил раздел 7 закона Клейтона (более подробно о законе Клейтона рассказывается в следующем разделе и главе 3).

### Третья волна, 1965—1969

Третья волна слияний продемонстрировала высокий уровень активности. Отчасти это было вызвано бумом в экономике. В течение этих лет, часто называемых периодом конгломератных слияний, было вполне обычным, если относительно небольшие фирмы выбирали в качестве цели поглощения крупные компании. Напротив, во время первых двух волн большинство целей были значительно меньше, чем поглощаемые компании. По данным Питера Стайнера, «поглощение компаний с активами свыше 100 млн. долл., которое в среднем составляло 1,3 случая в год в 1948–1960 гг. и 5 случаев в год в 1961–1966 гг., выросло до 24 в 1967 г., до 31 в 1968 г., до 20 в 1969 г. и до 12 в 1970 г., прежде чем упало до 5 в 1971 и 1972 гг.»[12].

Количество слияний и поглощений в 1960-х гг. показано в таблице 2.3 и на рисунке 2.4. Эти данные были подобраны W.T. Grimm and Company (сейчас они поставляются Houlihan Lokey Howard & Zukin), которая начала фиксировать объявления о слияниях и поглощениях с 1 января 1963 г. Как отмечалось, значительный процент слияний и поглощений, имевших место в этот период, составляли конгломератные сделки. По сообщению FTC, 80 % слияний, осуществленных с 1965 по 1975 гг., были конгломератными[13].

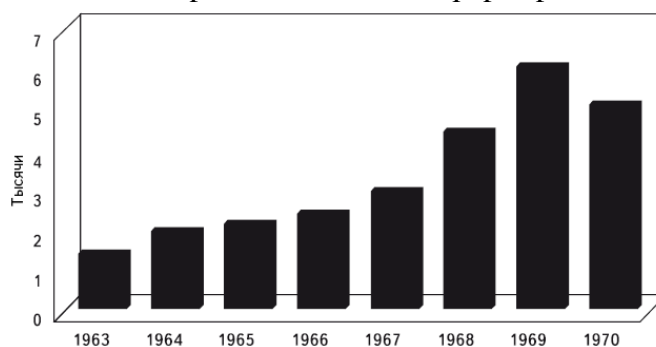
**Таблица 2.3. Третья волна слияний, 1963–1970 гг.**

| Год  | Количество слияний |
|------|--------------------|
| 1963 | 1 361              |
| 1964 | 1 950              |
| 1965 | 2 125              |
| 1966 | 2 377              |
| 1967 | 2 975              |
| 1968 | 4 462              |
| 1969 | 6 107              |
| 1970 | 5 152              |

Конгломераты, сформированные в этот период, имели весьма диверсифицированный ассортимент продукции. Термин *диверсифицированные фирмы* (*diversified firms*), как правило, применяется к компаниям, которые имеют несколько дочерних предприятий в других отраслях, но производят большую часть продукции в рамках одной промышленной категории. В отличие от диверсифицированных компаний, конгломераты осуществляют значительную часть своей деятельности в различных отраслях. Хорошими примерами являются Ling-Temco-Vought (LTV), Litton Industries и ИТТ. В 1960-х гг. ИТТ поглотила такие разные компании, как Avis Rent a Car, Sheraton Hotels, Continental Baking и другие разноплановые предприятия, включая сети ресторанов, агентства потребительского кредита, компании по жилищному строительству и фирмы – владельцы автомобильных стоянок в аэропортах. Хотя третья волна слияний ассоциируется с такими хорошо известными компаниями-конгломератами как ИТТ и LTV, стратегию диверсификации проводили многие корпорации самых разных размеров.

Небольшие и средние компании также последовали этой моде и расширили свою деятельность за пределы основного бизнеса.

По мере того как компании с финансовыми ресурсами стремились к расширению, они сталкивались с более жесткими антитрестовскими порядками. Напряженная антитрестовская атмосфера 1960-х гг. была следствием закона Селлера – Кифовера 1950 г., который усилил положения закона Клейтона 1914 г., направленные против слияний. Закон Клейтона делал поглощение акций других компаний незаконным, когда оно приводило к слиянию, значительно сокращавшему степень конкуренции в данной отрасли. Однако этот закон имел важную лазейку: он не препятствовал противоконкурентному приобретению активов компании. Закон Селлера – Кифовера закрыл эту лазейку. Вооруженное более жесткими законами, федеральное правительство заняло более сильную антитрестовскую позицию, обрушившись и на горизонтальные, и на вертикальные слияния. Компании, стремившиеся к расширению, обнаружили, что единственной оставшейся альтернативой является формирование конгломератов.



**Рисунок 2.4.** Объявления о слияниях и поглощениях за время третьей волны слияний, 1963–1970 гг. Третья волна слияний достигла своего пика в 1969 г. Падение фондового рынка в сочетании с налоговыми реформами уменьшило стимулы к слиянию.

Более интенсивное применение антитрестовского законодательства в отношении горизонтальных слияний было частично мотивировано политической обстановкой 1960-х гг. В это десятилетие вашингтонские политики, подчеркивая нарушения со стороны монополий, через Федеральную торговую комиссию (ФТС) и министерство юстиции предпринимали усилия с целью ограничить расширение корпораций, создававшее потенциал монополистических злоупотреблений. Главными сторонниками этих более жестких антитрестовских мер были генеральный прокурор Джон Митчелл (John Mitchell) и заместитель генерального прокурора Ричард МакЛарен (Richard McLaren), главный архитектор антитрестовской политики федерального правительства в период 1960-х гг. В своей книге «Управление» Гарольд Джинин, тогдашний главный управляющий ИТТ, описывает трудности, которые испытывала его компания при поглощении других компаний, когда у власти находился МакЛарен[14]. Последний выступал против конгломератных поглощений, опираясь на свои опасения «потенциальной взаимности». Такое произошло бы, например, если ИТТ и другие ее дочерние компании дали бы Hartford Insurance, компании, поглощенной ИТТ, конкурентное преимущество над другими страховыми компаниями. ИТТ заставили отказаться от планов добавить Hartford к своей конгломератной империи. Она смогла продолжить процесс поглощения только после того, как согласилась отказаться от других подразделений такого же размера, как Hartford Insurance, и не поглощать другие крупные страховые компании в течение 10 лет без предварительного согласия министерства юстиции.

С избранием в конце десятилетия президентом Ричарда М. Никсона вашингтонские политики стали выступать за более свободную рыночную ориентацию. Никсон поддерживал эту политику через четырех своих назначенцев в Верховном суде США, которые давали более

широкую интерпретацию таким понятиям, как доля рынка. Жесткая антитрестовская политика министерства юстиции закончилась в 1972 г., когда Верховный суд не принял интерпретацию антитрестовских законов министерства юстиции. Например, Верховный суд начал использовать более широкий международный взгляд на рынок вместо более узкого местного или регионального определения рынка. В результате, если после слияния компания владела большой долей американского или регионального рынка, но маленькой долей международного рынка, можно было считать, что у нее нет достаточных монополистических характеристик. К этому времени, однако, третья волна слияний уже подошла к концу.

### **Управленческая наука и конгломераты**

Быстрое развитие управленческой науки ускорило создание конгломератов. Школы менеджмента стали пользоваться все большей привлекательностью среди известных высших учебных заведений, и диплом магистра делового администрирования стал ценной рекомендацией для специалиста по управлению. Управленческая наука разработала методологии, которые облегчали руководство организациями и теоретически могли применяться к широкому спектру организаций, включая корпорации, правительственные и образовательные учреждения и даже военные организации. По мере того как эти принципы управления получали все более массовое признание, люди, получившие соответствующее образование, стали думать, что обладают обширными навыками, необходимыми для управления большим диапазоном организационных структур. Такие менеджеры полагали, что в состоянии управлять корпоративной организацией, охватывающей несколько отраслей. Вера в то, что конгломерат может стать управляемой и успешной корпоративной структурой, становилась реальностью.

### **Отраслевая концентрация и волна конгломератов**

Поскольку большинство слияний третьей волны представляли собой формирование конгломератов, а не вертикальные или горизонтальные слияния, они не увеличивали отраслевой концентрации. Поэтому, несмотря на большое число слияний, степень конкуренции в различных областях промышленности заметно не изменилась. Имело место примерно 6 тыс. слияний, приведших к исчезновению 25 тыс. компаний; тем не менее конкуренция в американской экономике понизилась незначительно. Это заметно контрастирует с первой волной слияний, которая привела к значительному увеличению концентрации во многих отраслях.

### **Игра «цена-прибыль» и стимулы к слиянию**

Как упоминалось ранее, инвестиционные банкиры не финансировали большей части слияний 1960-х гг., как они делали во время двух предыдущих волн. Повышенный спрос на кредиты со стороны расширяющейся экономики сопровождался бедными кредитными рынками и высокими процентными ставками. По мере роста спроса на ссудный капитал и ценность этого капитала, и процентные ставки росли. Кроме того, стремительно растущие цены фондового рынка обеспечили многие конгломератные поглощения финансированием за счет акционерного капитала.

«Бычий» рынок 1960-х гг. поднимал цены акций все выше и выше. Промышленный индекс Доу-Джонса, составлявший в 1960 г. 618 пунктов, вырос в 1968 г. до 906. В условиях взлета цен на акции инвесторы особенно интересовались акциями растущих компаний. Потенциальные покупатели скоро узнали, что поглощения, финансируемые акциями, могут быть блестящим «безболезненным» способом повышения прибыли на акцию без увеличения налоговых обязательств. Слияния, финансируемые через сделки с акциями, могли не обла-

гаться налогом. По этой причине финансируемые акциями поглощения имели преимущества над сделками за деньги, которые подвергались налогообложению.

Чтобы оправдать свою экспансионистскую деятельность, компании стали играть в игру с коэффициентом цена-прибыль. Коэффициент цена-прибыль (price-earnings ratio, P/E ratio) представляет собой отношение рыночной цены акции компании к прибыли, доступной для владельцев обыкновенных акций в расчете на одну акцию. Чем выше коэффициент P/E, тем больше инвесторов готовы заплатить за акции компании, исходя из своих ожиданий относительно ее будущих прибылей. Высокие коэффициенты P/E для большинства акций на рынке указывают на общий оптимизм инвесторов; именно так и было во время «бычьего» рынка 1960-х гг., когда высокие цены акций помогали финансировать третью волну слияний. Слияния, инициированные воздействием коэффициента P/E, можно проиллюстрировать следующим образом.

Представим себе, что поглощающая компания крупнее, чем целевая, слияние с которой она рассматривает. Предположим далее, что большая компания имеет коэффициент P/E, равный 25:1, и ежегодную прибыль в размере 1 млн. долл., притом что в обращении находится 1 млн. акций. Каждая акция продается по 25 долл. Целевая компания имеет более низкий коэффициент P/E в размере 10:1 и годовую прибыль в размере 100 тыс. долл., а также 100 тыс. акций, находящихся в обращении. Акции этой компании продаются по 10 долл. Более крупная компания предлагает меньшей компании премию за ее акции, чтобы побудить ее акционеров продать их. Эта премия предлагается в форме предложения «акция за акцию», в котором одна акция более крупной компании по цене 25 долл. предлагается в обмен за две акции меньшей компании, которые вместе стоят 20 долл. Более крупная компания выпускает 50 тыс. акций, чтобы профинансировать эту покупку.

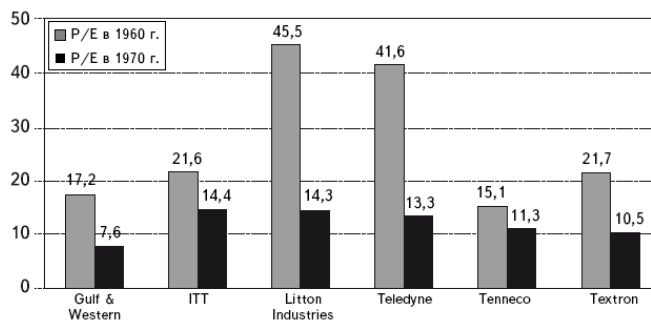
Такое поглощение вызывает рост прибыли на акцию (earnings per share, EPS) у компании с более высоким P/E. EPS компании с более высоким P/E вырастает с 1 долл. до 1,05 долл. Мы сможем увидеть воздействие на цену акции более крупной компании, если сделаем критически важное допущение, что ее коэффициент P/E остается на том же уровне. Это означает, что рынок продолжает оценивать будущую прибыль этой компании так же, как это было до поглощения. Справедливость такого допущения рассматривается более подробно в главе 13.

Если исходить из предположения, что коэффициент P/E объединенной компании останется 25, то цена акции вырастет до 26,25 долл. ( $25 \times 1,05$ ). Из этого примера ясно, что более крупная компания может предложить меньшей компании значительную премию, при этом ее EPS и цена акций растут. Этот процесс может продолжаться с другими поглощениями, которые тоже приведут к дальнейшему росту цены акции поглощающей компании, до тех пор пока рынок решит не применять прежний коэффициент P/E к объединенной компании. «Бычий» рынок, такой как в 1960-е гг., помогает росту значений P/E. Однако когда рынок падает, что и произошло в конце 1960-х гг., эта процедура становится невозможной.

Процесс поглощений, основанный на влиянии P/E, становится все более ненадежным, по мере того как компания стремится применять его к значительно более крупным фирмам. Основной предпосылкой для создания ожидания, что цены акций вырастут, является то, что коэффициент P/E компании с более высоким P/E будет применен к объединенному предприятию. Однако в связи с тем что компания-цель становится все крупнее, она вносит все более важный процент в формирование прибыли объединенной компании. После того как компания поглощает несколько компаний с относительно более низким P/E, рынок уже не хочет применять первоначальный, более высокий, коэффициент P/E. Следовательно, становится все более сложным находить целевые компании, которые не понизят цену акций поглощающей компании. По мере того как число подходящих кандидатов на поглощение уменьшается, волна слияний замедляется. Следовательно, волна слияний, основанная на такой «финансовой акроба-

тике», может продолжаться лишь ограниченный период времени, прежде чем она выдохнется, что в данном случае и произошло.

Поскольку 1960-е гг. характеризовались «бычьим» рынком и формированием гигантских конгломератов, появился термин *бегающие годы* (*go go years*). Когда в 1969 г. фондовый рынок обрушился, это повлияло на объем рынка поглощений через снижение коэффициентов P/E. Рисунок 2.5 демонстрирует, как это падение отразилось на некоторых крупнейших конгломератах.



**Рисунок 2.5.** Третья волна слияний. Коэффициенты P/E конгломератов в 1960 и 1970 гг. Конец третьей волны слияний был обозначен заметным снижением коэффициентов P/E некоторых ведущих конгломератов этой поры.

Источник: Peter O. Steiner, *Mergers: Motive*

## Бухгалтерские манипуляции и стимулы к слиянию

В соответствии с правилами бухгалтерского учета, преобладавшими в то время, у покупателей была возможность создавать бумажные прибыли при поглощении компаний, имевших на балансе активы с балансовой стоимостью значительно ниже их рыночной стоимости. Прибыли регистрировались, когда покупатель распродал некоторые из этих активов. Чтобы проиллюстрировать такие бухгалтерские манипуляции, А.Дж. Брайлофф[15] вспоминает, как в 1967 г. Gulf & Western создавала прибыль, продавая фильмы Paramount Pictures, которые она приобрела в 1966 г. Значительная часть активов Paramount заключалась в художественных фильмах, которые отражались в бухгалтерском учете компании по стоимости, значительно ниже рыночной. В 1967 г. Gulf & Western продала 32 из этих фильмов своей дочерней компании Paramount. Это позволило Gulf & Western в 1967 г. получить значительный «доход», что вылилось в укрепление цены акций Gulf & Western.

Питер О. Стайнер отмечает, что такие бухгалтерские манипуляции сделали в этот период популярными для поглощения целями компании по страхованию от пожаров и несчастных случаев[16]. Он предполагает, что конгломераты считали свои большие портфели недооцененных активов особенно привлекательными в свете воздействия последующей продажи этих активов на будущие прибыли конгломератов. Даже очень крупная Hartford Insurance Company, которая в 1968 г. имела активы на сумму приблизительно 2 млрд. долл. (около 9,8 млрд. долл. в ценах 1999 г.), держала явно недооцененные активы. ITT заработала на этой недооценке при поглощении Hartford Insurance.

Другим искусственным стимулом, поощрявшим конгломератные поглощения, были ценные бумаги, которые использовались для финансирования поглощений. Поглощающие компании выпускали конвертируемые облигации в обмен на обыкновенные акции целевой компании. Конвертируемые облигации являются долговыми ценными бумагами, которые могут быть обменены на определенное количество обыкновенных акций. В такой ситуации прибыль компании-цели увеличивается без увеличения числа обыкновенных акций, находящихся в

обращении. Однако если цена акций растет, стоимость конвертируемых облигаций также растет, поскольку возрастает их конвертационная стоимость. Когда конвертируемые облигации используются для финансирования поглощений, прибыли двух компаний складываются, но акции компании-цели заменяются облигациями. Прибыль на акцию вырастает потому, что прибыль целевой компании добавляется к показателям поглощающей компании, но общее число акций, находящихся в обращении, остается таким же, как в начале. Этот феномен называется *эффектом раскручивания (bootstrap effect)*. Если тот же коэффициент P/E применяется к объединенной компании, цены акций вырастают, в результате принося прибыль владельцам конвертируемых облигаций. Несколько законов, принятых ближе к концу 1960-х гг., помогли завершиться третьей волне слияний. В 1968 г. закон Уильямса (Williams Act) наложил ограничения на агрессивность тендерных предложений и попыток поглощения. Являясь по-прежнему очень влиятельным элементом регулирования поглощений, закон Уильямса подробно обсуждается в главе 3 по мере рассмотрения вопроса о тендерных предложениях. Хотя этот закон ограничил некоторые грубые тактики поглощения, он не положил конец враждебным поглощениям. По иронии судьбы он, возможно, непреднамеренно, фактически облегчил некоторые враждебные сделки.

### **Упадок третьей волны слияний**

Первым признаком упадка конгломератов можно считать объявление Litton Industries в 1968 г. о том, что ее квартальная прибыль снизилась впервые за 14 лет [17]. Хотя прибыли Litton были по-прежнему положительными, рынок отвернулся от конгломератов и возросло давление продавцов на цены их акций.

В 1968 г. генеральный прокурор Ричард МакЛарен объявил, что намерен обрушиться на конгломераты, которые, как он считал, оказывали противоконкурентное влияние на рынок. Кроме того, Конгресс провел слушания, возглавляемые конгрессменом Эммануэлем Селлером (Emmanuel Celler), по негативному влиянию конгломератов. Это увеличило понижающее давление на цены акций конгломератов.

Принятие закона о налоговой реформе (Tax Reform Act) в 1969 г. положило конец некоторым манипуляциям с бухгалтерским учетом, которые создавали бумажные прибыли, временно поддерживающие цены акций. Этот закон, в частности, ограничил использование конвертируемого заемного капитала для финансирования поглощений. До принятия закона владельцы облигаций были согласны на очень низкие ставки в обмен на будущий курсовой рост при продаже конвертируемых облигаций. Низкие ставки облигаций не увеличивали рискованность структуры капитала корпораций, потому что связанные с ними фиксированные выплаты были низкими. Закон о налоговой реформе 1969 г. положил конец использованию низкодходных конвертируемых облигаций для финансирования поглощений, оговорив, что для целей расчета EPS эти облигации рассматриваются как обыкновенные акции. В результате EPS не получал бумажного увеличения, потому что для целей расчета данного показателя количество обыкновенных акций по сути увеличивалось. Этот закон также наложил ограничение на оценку недооцененных активов компании-цели, которые могли быть проданы по более высокой стоимости для получения повышенной прибыли.

Когда в 1969 г. фондовый рынок обвалился, играть с P/E уже было нельзя. Собственно говоря, многие аналитики думали, что конгломератные слияния помогли обрушению рынка, поскольку, когда ценным бумагам приписывается стоимость, значительно превосходящая величину, обусловленную фундаментальными экономическими факторами, неизбежно наступит коллапс. Именно такой урок можно извлечь и из краха фондового рынка в октябре 1987 г.

## **Рыночная эффективность и искусственные манипуляции с ценами акций**

Многие конгломератные слияния этого периода были инспирированы финансовыми манипуляциями, создававшими видимость того, что объединенные компании находятся в лучшем финансовом положении, чем позволяли предположить их фундаментальные экономические возможности получения прибыли. Должны ли повышаться цены акций в ответ на эти финансовые манипуляции? Финансовая литература выражает сомнение в воздействии таких манипуляций на эффективный рынок. Однако многие считают, что эти манипуляции были одной из основ третьей волны слияний.

*Эффективностью рынка (market efficiency)* называется способность рыночных цен своевременно отражать всю имеющуюся информацию. Эффективный рынок, который быстро ассимилирует всю имеющуюся в наличии и уместную информацию, не должен обманываться чисто искусственными манипуляциями с финансовыми отчетами. Многочисленные исследования проверяли эффективность рынков в ответ на различные события, такие как объявления о прибыли, дроблении акций или о политических изменениях в мире. Такие исследования называются *событийным анализом (event studies)*.

Многие исследования событий проводились в конце 1960-х и 1970-х гг. с целью изучения влияния изменений бухгалтерских показателей на цены акций[18]. На эффективном рынке цены акций не должны реагировать на бухгалтерские изменения, которые не отражают изменений экономической стоимости компании. Подчистка записей в бухгалтерском учете или вариации «отчетной прибыли», которые не опираются на соответствующие денежные потоки, не затрагивают истинную способность компании создавать прибыль. Т. Росс Арчибальд исследовал реакцию цен акций на изменения в методе амортизации при переходе с ускоренной амортизации на линейную[19]. В результате этих изменений 65 из компаний, изученных Арчибальдом, показали увеличение отчетной прибыли без какого-либо изменения их истинной экономической рентабельности. Арчибальд отмечает, что изменения цен вслед за объявлениями имели тенденцию быть негативными. Это означает, что инвесторы не обращали внимания на изменение отчетной прибыли и оценивали акции исходя из их истинного инвестиционного потенциала.

Другие исследования подтверждают точку зрения эффективного рынка о том, что компании не должны обманывать рынок, производя изменения в бухгалтерском учете с целью представления ложной картины экономической жизнеспособности. Как показывают Роберт Каплан и Ричард Ролл, цена акций компании в конечном счете падает, даже когда компания вносит бухгалтерские изменения, которые представляют более благоприятную внешнюю картину, в то время как реальные результаты неважные[20]. Однако Каплан и Ролл заметили, что цены акций этих фирм переживали некоторое временное улучшение. Эти исследования эффективности рынка ценных бумаг совместимы с опытом эры конгломератов в истории слияний. По большому счету, рынок относительно эффективен при обработке информации. Однако некоторые данные свидетельствуют о существовании определенной краткосрочной неэффективности.

Конгломератные компании достигали временных прибылей через финансовые манипуляции. Однако чем более раздуты эти прибыли, тем более вероятно, что рынок в конечном счете отреагирует на них более точной оценкой. Это и произошло, когда рынок восстал против конгломератов, что ознаменовало конец третьей волны слияний.

## **Экономическая эффективность конгломератов**

Существует мало свидетельств в пользу разумности многих из конгломератных поглощений. Покупатели нередко переплачивали за различные компании, которые они покупали.

Многие из приобретений приводили к плохим финансовым результатам. Это подтверждается тем фактом, что 60 % межотраслевых приобретений, происшедших между 1970 и 1982 гг., к 1989 г. были проданы или ликвидированы[21].

Не существует окончательного объяснения того, почему конгломераты постигла неудача. Экономическая теория, однако, указывает на повышение производительности в результате увеличения специализации. Действительно, это подтверждается историей капитализма со времен промышленной революции. Эра конгломератов представляла движение от специализации. Управляющие диверсифицированными предприятиями нередко имели неглубокие знания об отраслях, которые они контролировали. Это особенно заметно при сравнении с управленческим опытом, знаниями и вниманием, которое демонстрируют управляющие, концентрирующиеся на одной отрасли или даже на одном сегменте отрасли. Неудивительно, что такая компания как Revlon, а это фирма, имеющая заслуженную историю успеха в косметической промышленности, нанесла урон своему основному косметическому бизнесу, когда диверсифицировалась в такие несвязанные области, как здравоохранение.

### **Трендообразующие слияния 1970-х**

В 1970-е гг. число объявлений о слияниях и поглощениях значительно упало, как показано в таблице 2.4 и на рисунке 2.6. Тем не менее это десятилетие сыграло важную роль в истории слияний. Несколько знаковых слияний изменили представление о том, что считалось приемлемым при поглощении, на многие годы вперед. Первым из этих слияний было поглощение International Nickel Company (INCO) компании ESB (ранее известной как Electric Storage Battery Company).

#### **Слияние INCO с ESB**

После третьей волны слияний одно исторически значимое слияние проложило путь тому типу сделок, который станет преобладающим в четвертой волне, – враждебному поглощению со стороны крупной компании.

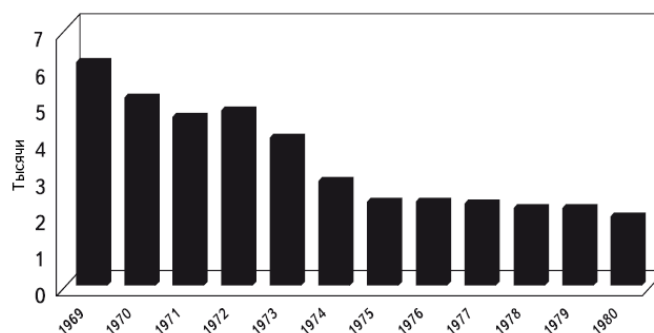
В 1974 г. базирующаяся в Филадельфии ESB была крупнейшим производителем батарей в мире, специализируясь на автомобильных аккумуляторах под торговыми марками Willard и Exide, а также в производстве других потребительских источников питания под торговой маркой Ray-O-Vac. В 1974 г. ее продажи превысили 400 млн. долл. Хотя прибыли компании повышались, цены ее акций упали в ответ на в целом понижающийся фондовый рынок. Несколько компаний выразили интерес к поглощению ESB, но все эти попытки были отражены. 18 июля 1974 г. INCO сделала тендерное предложение с целью приобрести все находящиеся в обращении акции ESB по 28 долл. за акцию или всего за 157 млн. долл. Базирующаяся в Торонто INCO контролировала приблизительно 40 % мирового рынка никеля и была самой большой компанией в этой отрасли. Конкуренция в никелевой промышленности за предшествующие сделке 10 лет увеличилась, а спрос был все более непостоянным. В попытке сгладить свои денежные потоки, INCO подыскивала для поглощения компанию-цель с менее циклическими результатами.

#### **Таблица 2.4. Объявления о слияниях и поглощениях, 1969–1980 гг.**

| Год  | Количество объявлений |
|------|-----------------------|
| 1969 | 6 107                 |
| 1970 | 5 152                 |
| 1971 | 4 608                 |
| 1972 | 4 801                 |
| 1973 | 4 040                 |
| 1974 | 2 861                 |
| 1975 | 2 297                 |
| 1976 | 2 276                 |
| 1977 | 2 224                 |
| 1978 | 2 106                 |
| 1979 | 2 128                 |
| 1980 | 1 889                 |

*Источник:* Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, *Mergerstat Review*, 1989.

В итоге International Nickel Company выбрала ESB как подходящую цель по ряду причин. Будучи частью того, что INCO расценивала как энергетическую промышленность, ESB была привлекательна в свете преобладавших в то время высоких цен на нефть. Кроме того, возможность появления электрических автомобилей делала производителя батарей еще более привлекательным. INCO рассматривала снижение цен акций ESB как недорогой способ выйти на быстро растущий энергетический рынок, одновременно помогая себе сгладить волатильность собственных продаж. К сожалению, поглощение ESB не оказалось для INCO разумным шагом. Хотя аккумуляторный бизнес действительно имел огромный потенциал, ESB не была технологическим лидером в этой отрасли. Она разработала малообслуживаемые автомобильные аккумуляторы, в то время как конкуренты продавали продукт, который вообще не требовал обслуживания. Она также уступила доли рынка торговым маркам Duracell и Eveready – батарейкам с продолжительным сроком службы, которых ESB не производила. Поскольку захват не был дружественным поглощением, INCO не смогла воспользоваться преимуществом детального финансового анализа с использованием внутренних данных. До того как INCO поглотила ESB, крупные уважаемые корпорации не участвовали в недружественных поглощениях. Только небольшие фирмы и менее уважаемые спекулянты занимались такими делами. Если предложение крупной фирмы о поглощении отвергалось, то поглощения не происходило. Более того, большинство крупных инвестиционных банков отказывались финансировать враждебные поглощения.



**Рисунок 2.6.** Количество объявлений о слияниях и поглощениях, 1969–1980 гг.

*Источник:* Merrill Lynch Business Brokerage and Valuation, *Mergerstat Review*, 1989.

В это время уровень конкуренции, который существовал в инвестиционно-банковской отрасли, оказывал давление на прибыли Morgan Stanley, инвестиционного банкира INCO. Хотя Morgan Stanley и искал дополнительные источники прибыли, он также беспокоился, что, отказавшись помочь INCO в покупке ESB, он может потерять своего старого клиента. Morgan

Stanley, издавна известный как консервативный инвестиционный банк, неохотно начал менять свою позицию, поскольку видел, что его доля рынка стала уменьшаться из-за все более агрессивного наступления его соперников в инвестиционно-банковском бизнесе. Андеррайтинг, который составлял 95 % его бизнеса до 1965 г., стал менее прибыльным из-за того, что другие инвестиционные банки бросали вызов традиционным отношениям в андеррайтинговом бизнесе путем выдвижения конкурирующих предложений о выпуске ценных бумаг[22]. Многие банки в поисках других областей извлечения прибыли расширили свои трейдинговые операции. К 1980-м гг. трейдинг вытеснит андеррайтинг как главный источник прибыли инвестиционных банков[23]. Эта ситуация изменится еще раз ближе к концу 1980-х гг., когда гонорары, связанные со слияниями и поглощениями, станут все более важной частью доходов некоторых инвестиционных банков.

ESB оказалась не готовой к враждебному поглощению с учетом новизны действий такого типа. International Nickel Company дала ей лишь трехчасовое предупреждение о своем предложении «соглашайся или отвергай». ESB попыталась предпринять некоторые противозахватные оборонительные приемы, но они оказались неэффективными. Она искала помощи у инвестиционного банка Goldman Sachs, который постарался организовать дружественное поглощение со стороны United Aircraft, но к сентябрю 1974 г. враждебное поглощение ESB со стороны INCO было завершено[24]. Поглощение ESB оказалось плохой инвестицией главным образом потому, что INCO в результате судебных исков, возбужденных по антитрестовским соображениям, не имела возможности свободно управлять компанией. Лишь через 39 месяцев после завершения поглощения она получила право осуществлять свободный контроль над компанией. Более того, как отмечалось ранее, конкуренты ESB уже активно продавали продукцию более высокого качества. В 1981 г. ESB понесла операционные убытки; в конечном счете INCO продала ее, разделив на четыре части.

Хотя поглощение было неудачным с финансовой точки зрения, оно создало прецедент. Оно подготовило сцену для враждебных поглощений со стороны уважаемых компаний во второй половине 1970-х гг. и во время четвертой волны слияний в 1980-е гг. Это ранее неприемлемое действие – враждебное поглощение со стороны крупной промышленной фирмы с поддержкой ведущего инвестиционного банкира – стало легитимным. Слово *враждебный* теперь стало частью словаря мира слияний и поглощений. «ESB знает о том, что иностранная компания делает враждебное тендерное предложение на все акции ESB, – заявил Ф. Дж. Порт, президент ESB. – Так слово «враждебный» вошло в лексикон слияний и поглощений»[25].

За свои консультационные услуги Morgan Stanley получил гонорар в 250 тыс. долл. Этот гонорар, не связанный с прямым риском капитала фирмы и по тем временам считавшийся весьма привлекательным, бледнеет по сравнению с гонорарами за консультационные услуги по слияниям в 1980-е гг. Например, в 1989 г. Morgan Stanley и три других инвестиционных банка получили 25 млн. долл. консультационных гонораров от Kohlberg Kravis & Roberts в выкупе Nabisco с использованием долгового финансирования (leveraged buyout, LBO) на сумму приблизительно 25 млрд. долл.

### **United Technologies против Otis Elevator**

Как говорилось ранее, вслед за враждебным поглощением ESB со стороны INCO другие крупные корпорации начали обдумывать недружественные поглощения. Компании и их главные управляющие, склонные быть рейдерами, но сдерживаемые осуждением со стороны делового сообщества, теперь почувствовали себя свободными. Одной из таких компаний была United Technologies.

В 1975 г. United Technologies только что сменила свое название с United Aircraft благодаря усилиям своего председателя Гарри Грея (Harry Gray) и президента Эдварда Хеннесси

(Edward Hennessy), которые трансформировали компанию в растущий конгломерат. Они были знакомы с поглощением INCO – ESB, приняв участие в войне покупателей за ESB в роли безуспешного «белого рыцаря», которого уговорил Goldman Sachs от имени ESB. В середине 1975 г. обыкновенные акции Otis Elevator продавались по 32 долл., притом что компания имела прибыль в 43,5 млн. долл. при объеме продаж 1,1 млрд. долл. Otis Elevator была привлекательной целью, имея в 1973 г. балансовую стоимость в 38 долл. на акцию и цену акции на уровне 8 долл. United Technologies никогда прежде не участвовала во враждебных поглощениях до поглощения Otis Elevator.

В то время рост бизнеса по производству лифтов замедлялся, и кривая продаж носила циклический характер, поскольку этот бизнес сильно зависел от строительной промышленности. Тем не менее эта цель была исключительно привлекательной. Третья часть доходов Otis поступала от обслуживания лифтов, и эти доходы имели тенденцию быть гораздо более стабильными, чем доходы от строительства лифтов. То, что Otis была компанией с очень качественным управлением, делало ее еще более привлекательной для United Technologies. Более того, 60 % доходов Otis поступали от зарубежных клиентов, и эта деталь прекрасно укладывалась в планы United Technologies расширить свое международное присутствие. Покупая Otis, United Technologies могла диверсифицироваться на международном уровне, покупая при этом американскую компанию и не принимая обычного риска, присущего поглощению иностранной компании.

Сначала United попробовала дружественные подходы к Otis, но они не были приняты. 15 октября 1975 г. United Technologies предложила по 42 долл. за акции контрольного пакета Otis, и это предложение вызвало горячую битву между двумя компаниями. Otis искал помощи «белого рыцаря» Dana Corporation, одновременно выдвигая различные судебные иски, чтобы отвлечь United от завершения поглощения. Последовала аукционная война между United Technologies и Dana Corporation, которая завершилась тем, что United выиграла, предложив 44 долл. за акцию. В отличие от поглощения INCO – ESB, поглощение Otis оказалось блестящим вложением избыточных денежных средств United. Otis добился успеха большего, чем ожидалось, особенно на международных рынках.

Поглощение Otis со стороны United было инновационным; оно было не только враждебным поглощением, осуществленным известной компанией, но стало также успешным предприятием. Враждебные поглощения отныне стали направлением, в котором могли прибыльно расширяться известные компании. Наиболее крупные американские компании начали рассматривать такие поглощения в качестве способов увеличения будущей доходности. Финансовое сообщество теперь ощущало конкурентное давление в области предоставления необходимого финансирования для этих недружественных поглощений. Бизнес поглощений быстро изменялся.

## **Colt Industries против Garlock Industries**

Приобретение Garlock со стороны Colt Industries стало еще одним прецедентным поглощением, поднявшим недружественные поглощения на значительно более высокий уровень враждебности. Два других враждебных поглощения, осуществленных крупными фирмами, вылились в горячие аукционные войны, но они были мягкими по сравнению с агрессивными тактиками, использованными в этом поглощении.

В 1964 г. Fairbanks Whitney Company изменила свое название на Colt Industries, которое носила компания по производству огнестрельного оружия, приобретенная ею в 1955 г. В течение 1970-х гг. компания была почти полностью реструктурирована за счет того, что ее председатель Джордж Стрикман (George Strichman) и президент Дэвид Марголис (David Margolis) избавили компанию от многих плохо работавших предприятий. Руководство хотело использо-

вать деньги, вырученные от этих продаж, для приобретения быстро растущих промышленных предприятий. В 1975 г. Colt Industries был преуспевающим конгломератом с объемом продаж в 1 млрд. долл. Его цель – Garlock Industries – производила упаковочную продукцию и имела объем продаж приблизительно 160 млн. долл. и растущий показатель EPS. В момент предложения Colt обыкновенные акции Garlock продавались по 20 долл., а их балансовая стоимость превышала 21 долл. за акцию.

Оставив идею переговоров о дружественном поглощении, Colt спланировала неожиданную атаку на Garlock. В то время неожиданное нападение было вполне допустимым, поскольку закон Уильямса допускал для тендерных предложений более короткий период ожидания. Garlock уже начала предпринимать противозахватные оборонительные меры, такие как многоступенчатые выборы директоров и приобретения, которые сократили бы свободную денежную наличность компании. Также было возбуждено несколько исков с целью отклонить заявку Colt. Например, Garlock подала иск в федеральный суд, утверждая, что компанией Colt Industries нарушены федеральные законы о раскрытии информации о ценных бумагах. Эти судебные иски также утверждали, что предлагаемое слияние Colt Industries – Garlock является нарушением антитрестовских законов. Одним из наиболее эксцентричных оборонительных мероприятий Garlock было использование в качестве противозахватной оборонительной стратегии PR-мероприятий. Garlock наняла компанию по связям с общественностью Hill and Knowlton, которая считалась одной из ведущих в этой области. Эта компания сыграла на названии Colt Industries, поместив в *New York Times* и *Wall Street Journal* сообщения, в которых утверждала, что неожиданное тендерное предложение Colt, которое она назвала «субботнее специальное»[26], было не в интересах акционеров.

В конце концов оборона, построенная на общественных отношениях, а также другие меры защиты оказались неэффективными. Garlock приняла заявку Colt, и «субботнее специальное» предложение превратилось в эффективную тактику поглощения. Битва между Colt и Garlock подняла уровень враждебности в попытках поглощений на небывалую высоту, и в последующие годы это агрессивное поведение лишь усиливалось. Компании – потенциальные цели поглощений теперь понимали, что никакая существующая противозахватная оборона не может защитить их от враждебной покупки; все компании были уязвимы. Бои за поглощение велись без перчаток. Компании начали работать над возведением еще более сильной обороны. Играя на этих страхах, инвестиционные банкиры стали предлагать встревоженным потенциальным целям свои навыки по защите, и многие надели на себя личину специалистов по противозахватной обороне. Игра изменилась, и враждебное поглощение стало приемлемой частью мира современных корпоративных финансов.

## Четвертая волна, 1981—1989

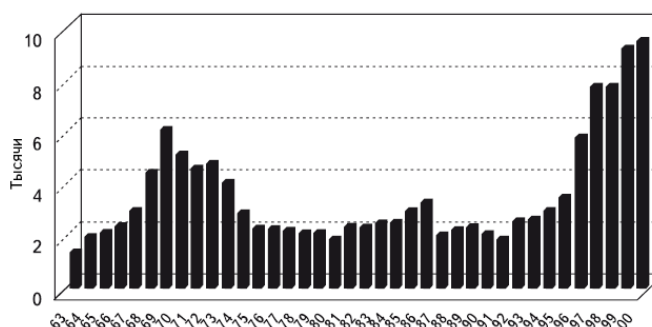
Нисходящий тренд, который характеризовал слияния и поглощения в 1970-е гг. вплоть до 1980 г., резко изменил направление в 1981 г. Хотя в 1982 г., когда экономика ослабла, темп слияний снова замедлился, к 1984 г. волна слияний набрала силу. Таблица 2.5 показывает число объявлений о слияниях и поглощениях за период с 1970 по 1989 гг., а рисунок 2.7 демонстрирует снижение их количества с 1974 по 1994 гг. Здесь мы только лишь выделяем главные направления, которые отличают эту волну от трех предыдущих; характеристики, присущие каждой волне, описываются отдельно и более подробно в различных главах этой книги. Уникальной характеристикой четвертой волны является значительная роль враждебных поглощений. Как отмечалось ранее, враждебные поглощения стали приемлемой формой корпоративной экспансии к 1980 г., и «налеты» на корпорации получили статус высокоприбыльной спекулятивной деятельности. В последующем корпорации и компании, специализирующиеся на спекуляциях, разыгрывали игру с поглощением как средство получения очень высоких при-

былей за короткое время. Является ли предложение о слиянии дружественным или враждебным – это, как правило, определяется реакцией совета директоров целевой компании. Если совет директоров одобряет поглощение, то оно считается дружественным; если выступает против – поглощение считается враждебным.

**Таблица 2.5. Сделки слияний и поглощений, 1970–1989 гг.**

| Год  | Уплаченная сумма (млн. долл.) | Количество |
|------|-------------------------------|------------|
| 1970 | 16 414,9                      | 5 152      |
| 1971 | 12 619,3                      | 4 608      |
| 1972 | 16 680,5                      | 4 801      |
| 1973 | 16 664,5                      | 4 040      |
| 1974 | 12 465,6                      | 2 861      |
| 1975 | 11 796,4                      | 2 297      |
| 1976 | 20 029,5                      | 2 276      |
| 1977 | 21 937,1                      | 2 224      |
| 1978 | 34 180,4                      | 2 106      |
| 1979 | 43 535,1                      | 2 128      |
| 1980 | 44 345,7                      | 1 889      |
| 1981 | 82 617,6                      | 2 395      |
| 1982 | 53 754,5                      | 2 346      |
| 1983 | 73 080,5                      | 2 533      |
| 1984 | 122 223,7                     | 2 543      |
| 1985 | 179 767,5                     | 3 001      |
| 1986 | 173 136,9                     | 3 336      |
| 1987 | 173 136,9                     | 2 032      |
| 1988 | 246 875,1                     | 2 258      |
| 1989 | 221 085,1                     | 2 366      |

*Источник: Mergerstat Review, 1998.*



**Рисунок 2.7. Количество слияний и поглощений, 1963–2000 гг.**

*Источник: Mergerstat Review, 2001.*

Хотя абсолютное число враждебных поглощений не так велико по сравнению с общим числом поглощений, их доля в общей стоимости поглощений значительна. Таблица 2.6 и рисунок 2.8 отражают абсолютное число тендерных предложений на публично торгуемые компании в сравнении с общим количеством слияний и поглощений. Данные в таблице 2.6 несколько обманчивы, поскольку кажется, что доля тендерных предложений и оспоренных сделок в общем числе сделок незначительна. Однако денежная величина этих сделок была иногда очень большой, выливаясь в более существенные процентные значения в общем денежном объеме слияний и поглощений.

**Таблица 2.6. Тендерные предложения о слияниях и поглощениях, 1974–2000 гг.**

| Год  | Объявления о слияниях и поглощениях | Тендерные предложения | Оспоренные тендерные предложения |
|------|-------------------------------------|-----------------------|----------------------------------|
| 1974 | 2 861                               | 76                    | 12                               |
| 1975 | 2 297                               | 58                    | 20                               |
| 1976 | 2 276                               | 70                    | 18                               |
| 1977 | 2 224                               | 69                    | 10                               |
| 1978 | 2 106                               | 90                    | 18                               |
| 1979 | 2 128                               | 106                   | 26                               |
| 1980 | 1 889                               | 53                    | 12                               |
| 1981 | 2 395                               | 75                    | 28                               |
| 1982 | 2 346                               | 68                    | 29                               |
| 1983 | 2 533                               | 37                    | 11                               |
| 1984 | 2 543                               | 79                    | 18                               |
| 1985 | 2 001                               | 84                    | 32                               |
| 1986 | 3 336                               | 150                   | 40                               |
| 1987 | 2 032                               | 116                   | 31                               |
| 1988 | 2 258                               | 217                   | 46                               |
| 1989 | 2 366                               | 132                   | 28                               |
| 1990 | 2 074                               | 56                    | 8                                |
| 1991 | 1 877                               | 20                    | 2                                |
| 1992 | 2 574                               | 18                    | 2                                |
| 1993 | 2 663                               | 32                    | 3                                |
| 1994 | 2 997                               | 70                    | 10                               |
| 1995 | 3 510                               | 85                    | 11                               |
| 1996 | 5 848                               | 166                   | 8                                |
| 1997 | 7 800                               | 160                   | 14                               |
| 1998 | 7 809                               | 179                   | 22                               |
| 1999 | 9 278                               | 204                   | 16                               |
| 2000 | 9 566                               | 184                   | 14                               |

Источник: Mergerstat Review, 2001.

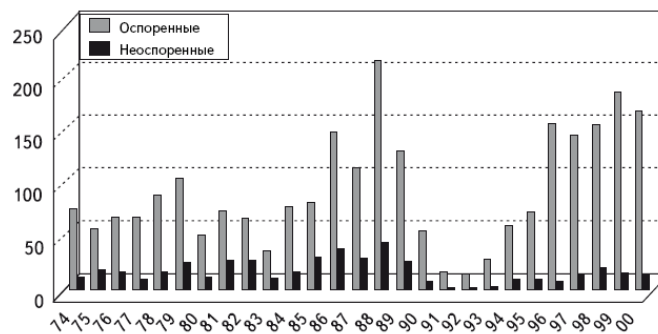
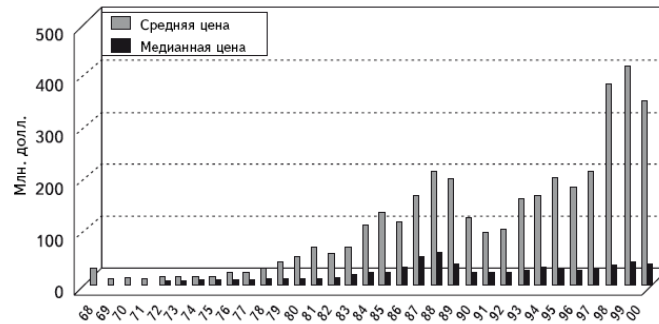


Рисунок 2.8. Тендерные предложения: оспоренные и неоспоренные, 1974–2000 гг.

Источник: Mergerstat Review, 2001.

Четвертый период слияний заметно отличается от трех предыдущих волн по размеру и значению компаний, выбранных в качестве цели слияния или поглощения. В 1980-х гг. целями поглощений стали некоторые из крупнейших компаний. Четвертая волна была волной мега-слияний. В это десятилетие резко увеличилась общая денежная сумма, уплаченная при поглощениях. Таблица 2.7 и рисунок 2.9 показывают, как выросли средние и медианные цены с 1970 г. В дополнение к росту денежной величины слияний, значительно увеличился и средний размер типичной сделки. С 1974 по 1986 гг. число сделок размером свыше 100 млн. долл. увеличилось более чем в 23 раза. Это было важным отличием от эры конгломератов 1960-х гг., когда преобладало поглощение малых и средних предприятий. 1980-е гг. стали периодом миллиардных слияний и поглощений. Ведущие мегаслияния четвертой волны показаны в таблице 2.8.



**Рисунок 2.9.** Средняя и медианная цена покупки, 1968–2000 гг.

*Источник: Mergerstat Review, 2001.*

**Таблица 2.7.** Средняя и медианная цена покупки в США, 1970–2000 гг. (млн. долл.)

| Год  | Средняя цена | Медианная цена |
|------|--------------|----------------|
| 1970 | 9,8          | Нет данных     |
| 1971 | 7,4          | Нет данных     |
| 1972 | 8,6          | 2,8            |
| 1973 | 10,6         | 3,4            |
| 1974 | 12,5         | 3,6            |
| 1975 | 13,9         | 4,3            |
| 1976 | 20,1         | 5,1            |
| 1977 | 21,3         | 6,6            |
| 1978 | 31,9         | 8,1            |
| 1979 | 41,6         | 8,5            |
| 1980 | 49,8         | 9,3            |
| 1981 | 73,4         | 9,0            |
| 1982 | 57,8         | 10,5           |
| 1983 | 67,9         | 16,5           |
| 1984 | 112,8        | 20,1           |
| 1985 | 136,2        | 21,1           |
| 1986 | 117,9        | 24,9           |
| 1987 | 168,4        | 51,3           |
| 1988 | 215,1        | 56,9           |
| 1989 | 202,5        | 36,6           |
| 1990 | 126,4        | 21,0           |
| 1991 | 98,6         | 22,7           |
| 1992 | 101,8        | 22,5           |
| 1993 | 163,2        | 26,0           |
| 1994 | 168,2        | 33,0           |
| 1995 | 205,2        | 30,5           |
| 1996 | 186,7        | 25,3           |
| 1997 | 209,2        | 29,2           |
| 1998 | 385,6        | 33,5           |
| 1999 | 421,4        | 39,6           |
| 2000 | 352,9        | 36,0           |

*Источник: Mergerstat Review, 2001.*

Не все отрасли пережили быстрый рост слияний в 1980-е гг. В нефтяной промышленности, например, уже осуществилось более чем достаточно слияний, что привело к большей степени концентрации внутри отрасли. В период с 1981 по 1985 гг. на нефтегазовую промышленность приходилось 21,6 % общей денежной стоимости слияний и поглощений. В течение второй половины 1980-х гг. наиболее распространенными были сделки в сфере фармацевтики и медицинского оборудования. Одной из причин, по которой некоторые отрасли испытывали непропорционально большое число слияний и поглощений в сравнении с другими, явилось ослабление государственного регулирования. Когда, например, было отменено регу-

лирование авиатранспортных перевозок, тарифы стали объектом высокой конкуренции, что вызвало ослабление некоторых авиаперевозчиков, неспособных эффективно конкурировать. В результате в этой отрасли произошли многочисленные поглощения и консолидации. Банковская и нефтеперерабатывающая отрасли испытали сходные всплески конкуренции, вызвавшие слияния и поглощения.

## Роль корпоративного рейдера

Во время четвертой волны в финансовых кругах появился термин *корпоративный рейдер* (*corporate raider*). Главным источником дохода корпоративного рейдера является выручка от попыток поглощений. Слово *попытка* в данном контексте является довольно любопытным, поскольку рейдер зачастую зарабатывает приличную прибыль именно от попыток поглощения, даже не приобретая прав собственности на целевую корпорацию. Корпоративный рейдер Пол Билзерян (Paul Bilzerian), например, участвовал во множестве рейдов до поглощения им Singer Corporation в 1988 г. Хотя на этих рейдах он заработал приличную прибыль, до Singer он не довел до конца ни одной крупной сделки по поглощению.

**Таблица 2.8. Десять крупнейших поглощений, 1981–1989 гг.**

| Год  | Покупатель        | Цель                 | Цена<br>(млрд. долл.) |
|------|-------------------|----------------------|-----------------------|
| 1988 | Kohlberg Kravis   | RJR Nabisco          | 25,1                  |
| 1984 | Chevron           | Gulf Oil             | 13,3                  |
| 1988 | Philip Morris     | Kraft                | 13,1                  |
| 1989 | Bristol Myers     | Squibb               | 12,5                  |
| 1984 | Texaco            | Getty Oil            | 10,1                  |
| 1981 | DuPont            | Conoco               | 8,0                   |
| 1987 | British Petroleum | Standard Oil of Ohio | 7,8                   |
| 1981 | U.S. Steel        | Marathon Oil         | 6,6                   |
| 1988 | Campeau           | Federated Stores     | 6,5                   |
| 1986 | Kohlberg Kravis   | Beatrice             | 6,2                   |

*Источник: Wall Street Journal, November 1988. Перепечатано с разрешения Wall Street Journal, copyright © Dow Jones & Company, Inc. Все права защищены.*

Многие из попыток поглощений со стороны рейдеров были изначально организованы с целью продажи акций компании-цели по цене более высокой, чем первоначально уплаченная рейдером. Способность рейдеров получать денежные выплаты гринмейла (или некоторые ценные активы компании-цели) в обмен на акции, которые рейдер уже приобрел, делали многие попытки враждебных поглощений весьма прибыльными. Даже если целевая компания отказывалась участвовать в таких сделках, рейдер мог преуспеть за счет введения компании в игру. Когда компания-цель вступает в игру, акции имеют тенденцию концентрироваться в руках арбитражеров, которые готовы продать покупателю, дающему самую высокую цену. Этот процесс часто приводит к тому, что компанию в конце концов поглощают, хотя это и не обязательно будет первоначальный покупатель.

Хотя арбитраж является обычной практикой, роль арбитражеров в процессе поглощения не имела четкого определения до четвертой волны слияний. Арбитражеры, такие как печально известный Айвэн Боэски (Ivan Boesky), играют на вероятности того, что слияние успешно завершится. Они покупают акции компании-цели, ожидая, что будет предпринята попытка купить компанию. В 1980-х гг. арбитражеры стали очень важной частью процесса поглощения. Их участие изменило стратегию поглощений. Более того, развитие данной «индустрии» облегчило рост числа враждебных поглощений этого периода.

## **Другие уникальные характеристики четвертой волны**

Четвертая волна слияний продемонстрировала несколько других интересных и уникальных характеристик. Эти черты резко отличают ее от любого другого периода слияний в США.

### **Агрессивная роль инвестиционных банков**

Агрессивность инвестиционных банкиров в погоне за слияниями и поглощениями была критически важной для подъема четвертой волны. В свою очередь, слияния были великолепным источником практически безрисковых гонораров за консультационные услуги для инвестиционных банкиров. Величина таких гонораров достигла в конце этого периода беспрецедентных размеров. Специалисты по слияниям (как в инвестиционных банках, так и в юридических компаниях) разработали много инновационных продуктов и технических приемов, предназначенных для облегчения или предотвращения поглощений. Они подталкивали и потенциальные компании-цели, и приобретателей к тому, чтобы те нанимали их либо для осуществления, либо для предотвращения поглощений. Инвестиционный банк Drexel Burnham Lambert выступил пионером развития рынка бросовых облигаций отчасти для того, чтобы помочь финансированию поглощений. Эти ранее пользовавшиеся низкой репутацией ценные бумаги стали важным инвестиционным инструментом. Финансирование с помощью бросовых облигаций позволило расширяющимся компаниям и рейдерам находить требуемый капитал для осуществления поглощений или рейдов в отношении некоторых из наиболее выдающихся корпораций.

### **Возросшая сложность стратегий поглощений**

В четвертой волне появились инновационные технические приемы поглощения и механизмы инвестирования. Наступательные и оборонительные стратегии стали чрезвычайно утонченными. Компании – потенциальные цели использовали различные меры предотвращения поглощений, усиливая активную защиту, которая могла быть развернута в случае получения нежелательного предложения о покупке. Покупатели также должны были реагировать, все более творчески подходя к созданию стратегии поглощения с целью преодоления такой защиты. Стратегии, направленные против поглощений, подробно описываются в главе 5.

### **Возросшее использование заемного капитала**

Многие из мегасделок 1980-х гг. финансировались с помощью крупных сумм заемного капитала. Это было одной из причин, по которым небольшие компании могли делать заявки на покупку сравнительно крупных целей. В этот период термин *выкуп с использованием долгового финансирования (leveraged buyout, LBO)*, или *выкуп с долговым финансированием*, стал частью рабочего словаря Уолл-стрит. Через LBO заемный капитал можно было использовать для превращения публичных компаний в частные. Нередко само руководство компании использовало эту технику в *выкупах компании менеджерами (management buyouts)*. Хотя публичные корпорации превращались в частные и до четвертой волны, в 1980-х гг. сделки такого типа стали значительно более заметными.

### **Юридические и политические стратегии**

В этот период возникли новые конфликты между федеральным правительством и правительствами штатов. Осаждаемые корпорации все чаще обращались к правительствам своих штатов за защитой от нежелательных предложений о поглощениях. Нередко они были в состоянии убедить местные законодательные собрания принять законы, запрещающие поглощения, что создавало прямой конфликт между федеральными властями и властями штата. Некоторые

органы федерального правительства, такие как SEC, полагали, что эти законы нарушают правила торговли между штатами. Со своей стороны администрации отдельных штатов считали, что такие законы были основаны на правах штатов, закрепленных в конституции. Очевидно, однако, что правительства некоторых штатов стали защитниками местных корпораций.

### **Международные поглощения**

Хотя большинство поглощений в 1980-е гг. представляло собой поглощения американскими фирмами других местных компаний, значительный процент поглощений пришелся на иностранных покупателей. Например, одной из мегасделок четвертой волны было поглощение в 1987 г. Standard Oil со стороны British Petroleum за 7,8 млрд. долл. Многие из сделок были мотивированы стремлением неамериканских компаний выйти на более крупный и стабильный американский рынок. Соединенные Штаты предлагают более стабильный политический климат в сочетании с крупнейшей экономикой мира. Однако в этот период было также значительное число сделок, в которых американские компании использовали поглощения, чтобы выйти за свои национальные границы.

В дополнение к обычным обстоятельствам, характерным для внутренних поглощений, международные захваты вводят также аспект оценки валют. Если доллар падает относительно других валют, как это имело место в 1990-е гг., акции американских корпораций теряют свою стоимость, а покупательная способность иностранных валют растет. Падающий доллар делает поглощения в США привлекательными инвестициями для японских и европейских компаний. Усиливающаяся в 1980-е и 1990-е гг. глобализация рынков приводит все больше и больше иностранных покупателей на американские берега. Хотя американские компании тоже могут участвовать в поглощениях на иностранных рынках (как часто и происходит), падающий доллар, однако, делает такие поглощения более дорогостоящими.

### **Почему закончилась четвертая волна слияний**

Четвертая волна слияний закончилась в 1989 г., когда подошел к концу длительный период экономического роста 1980-х гг., и в 1990 г. экономика перешла в стадию короткого и сравнительно мягкого спада. Замедление роста экономики привело к распаду ряда высокоприбыльных сделок четвертой волны, осуществленных с использованием долгового финансирования. В дополнение к общему замедлению экономики, другим фактором, который привел к окончанию этой волны, явился обвал рынка бросовых облигаций, обеспечивавшего финансирование многих LBO. Эти события подробно описываются в главах 7 и 8.

## **Пятая волна**

Начиная с 1992 г. число слияний и поглощений снова начало расти. Опять стали совершаться крупные сделки, отдельные из которых по размеру сравнимы со сделками четвертой волны. Хотя в пятом периоде слияний было много мегаслияний, происходило меньше враждебных захватов и больше стратегических слияний. Когда экономика оправилась от спада 1990–1991 гг., компании начали стремиться к расширению и слияния снова стали рассматриваться как быстрый и эффективный способ достижения этой цели. Однако в отличие от периода 1980-х сделки 1990-х гг. делали больший упор на стратегию, а не на быстрое финансовое обогащение. Эти сделки не походили на профинансированные заемным капиталом дутые транзакции четвертой волны. Они финансировались больше собственным капиталом, что привело к появлению объединений с меньшей долговой нагрузкой.

Поскольку сделки начала 1990-х гг. не в такой степени использовали заемный капитал, компании не так часто стремились поскорее распродать активы, чтобы расплатиться с долгом и уменьшить расходы на его обслуживание. Происходившие сделки мотивировались конкретной

стратегией покупателя, которая могла быть эффективнее достигнута через слияние и поглощение, чем через внутреннее расширение.

### **ПРАКТИЧЕСКИЙ ПРИМЕР: LING-TEMCO-VOUGHT – РОСТ КОНГЛОМЕРАТА**

Рост корпорации Ling-Temco-Vought (LTV) является одной из классических историй роста конгломератов в течение третьей волны слияний. Компания возглавлялась Джеймсом Джозефом Лингом. История о том, как он превратил сумму в 2 тыс. долл. и маленькую электронную фирму в четырнадцатую по величине компанию Соединенных Штатов, является поистине удивительной. Ling-Temco-Vought была разветвленной промышленной корпорацией, которая на своем пике включала такие крупные предприятия, как: Jones & Laughlin Steel – шестую по величине сталелитейную компанию страны; Wilson & Co – крупную компанию по упаковке мяса и производству спортивных товаров; Braniff Airways – авиакомпанию, которая обслуживала многие местные и международные рейсы; Temco и Vought Aircraft – обе поставляли летательные аппараты для вооруженных сил, – и еще несколько компаний.

Компания LTV произошла из маленького техасского предприятия-подрядчика, которое Джимми Линг, следуя модели диверсифицированных поглощений, вырастил в одну из крупнейших американских корпораций. Исходное юридическое лицо корпорации – Ling Electric Company была основана в 1947 г. со скромным начальным капиталом в 2 тыс. долл., использованным на покупку ненужного после войны электрического оборудования и подержанного грузовика. К 1956 г. Ling Electronics добилась устойчивого роста и предприняла одну из своих первых попыток поглощения, купив L. M. Electronics. Затем были поглощены различные электронные и военные подрядчики, включая American Microwave Corporation, United Electronics Company и Calidyne Company. Поглощения такого рода – компаний, которым не хватало необходимого для расширения капитала, – финансировались Лингом через комбинацию заемного капитала и акций его компаний, которые торговались на внебиржевом рынке.

В 1958 г. этот мастер сделок продал конвертируемые облигации посредством частного размещения, организованного инвестиционным банком White Weld & Company с Уолл-стрит. Предложение ценных бумаг такого рода было особенно популярным среди дельцов третьей волны, потому что оно не оказывало немедленного отрицательного воздействия на показатель прибыли на акцию, позволяя компании занять хорошую позицию для участия в «игре P/E». При цене своих акций на уровне 40 долл. и выше Линг начал процесс покупки целей, гораздо более крупных, чем покупающая компания, с поглощения в 1958 г. акция за акцию производителя акустических систем Altec Companies, Inc.

После нескольких небольших поглощений Линг предпринял крупнейшее поглощение, объединив свою компанию с Texas Engineering and Manufacturing Company (Temco). Эта сделка позволила Лингу достичь долгосрочной цели: объединенная компания Ling-Temco Electronics стала частью списка *Fortune* 500. Вскоре после этого Линг преуспел во враждебном поглощении Vought Aircraft Company и сформировал Ling-Temco-Vought.

Ling-Temco-Vought пережила период неважных финансовых результатов, что заставило Линга реструктурировать компанию, продав плохо работавшие подразделения. В 1967 г. Линг успешно провернул тендерное предложение на Wilson & Company, фирму, вдвое превышавшую LTV по размеру. Эта сделка передвинула LTV на 38 место в списке *Fortune 500*. Wilson состояла из трех дочерних компаний: предприятия по упаковке мяса Wilson & Company, фирмы спортивных товаров Wilson Sporting Goods и фармацевтической компании Wilson Pharmaceutical and Chemical Corporation. Трейдеры иногда называли эти подразделения «фрикаделька, мячик для гольфа и таблетка» («meatball, golf ball, and goof ball»). Следующим шагом, предпринятым Лингом в построении этого массивного конгломерата, была покупка Great America Corporation, которая представляла собой холдинговую компанию с инвестициями в самые разные предприятия, такие как Braniff Airlines и National Car Rental, а также банки и страховые компании. Хотя с этим поглощением, казалось, было связано немного выгодных направлений, Линг смог использовать некоторые из них, например выдача страховыми компаниями полисов для ряда подразделений и сотрудников LTV.

После неудавшегося поглощения Youngstown Sheet and Tube Company Линг положил глаз на четвертого по величине производителя стали в Соединенных Штатах Jones & Laughlin Steel. Ling-Temco-Vought купила Jones & Laughlin Steel в тендерном предложении по 85 долл. за акцию, хотя до объявления об этом акции компании торговались по 50 долл. Эта цена в 425 млн. долл. была крупнейшим наличным тендерным предложением на то время и давала 70 %-ную премию компании в отрасли с низкими темпами роста. К сожалению, поглощение Jones & Laughlin привлекло внимание заместителя генерального прокурора Ричарда МакЛарена, который расценил его как еще одно противоконкурентное конгломератное поглощение. Министерство юстиции подало антитрестовский иск, что было плохой новостью для любого ответчика, потому что правительство выигрывало очень высокий процент таких дел. Рынок, похоже, согласился с такой юридической оценкой, поскольку после этого объявления цены акций упали. В связи с иском LTV не смогла играть активную роль в управлении Jones & Laughlin и предпринять шаги, необходимые для улучшения ситуации в этой неуспешной сталелитейной компании, которая только что объявила о самом низком уровне своих прибылей за десятилетие. Помимо Jones & Laughlin еще два крупных компонента империи LTV – одним из них была Braniff Airlines – сообщили о значительных убытках. Урегулирование иска было достигнуто в результате согласия LTV продать Braniff и производителя кабельной и проводной продукции Okonite Company.

Хотя LTV смогла достичь благоприятного урегулирования тяжбы, ее акции сильно пострадали отчасти в результате этого иска, отчасти из-за плохой работы дочерних компаний и общего снижения рынка. Данные факторы усилили давление со стороны несогласных акционеров и владельцев облигаций, которые добивались смещения Линга с руководящих постов в LTV. Линг не смог устоять под этим давлением, был отстранен от должности главного управляющего и в конечном счете ушел из LTV. История Джимми Линга, создавшего огромный конгломерат, является историей человека, который опередил свое время. Он был, вероятно, самым известным из великих строителей конгломератов третьей волны слияний. В то время как

1980-е гг. стали известны такими рейдерами, как Карл Айкан (Carl Icahn) и Бун Пикенс (Boone Pickens), Линг во времена третьей волны шел бок о бок с другими «конгломераторами», такими как Лоренс Тиш (Lawrence Tisch) из Loews, Чарльз Бледорн (Charles Bluhdorn) из Gulf & Western и Бен Хайнеман (Ben Heineman) из Northwest Industries. Задолго до 1980-х гг. Линг овладел искусством LBO и враждебных поглощений. Однако в отличие от многих рейдеров 1980-х гг. Линг выступал против получения быстрой прибыли от поглощений путем продажи активов. Он покупал компании, следуя более долгосрочной стратегии, которая, тем не менее, все равно многими критиковалась. Хотя со времен третьей волны слияний LTV пережила много изменений, включая банкротство, она продолжает работать и по сей день<sup>3</sup>.

## Особенности пятой волны слияний: охваты и консолидация отраслей

Каждая волна приносила с собой определенные уникальные, не похожие на другие, сделки, и пятая волна не была исключением. В середине 1990-х гг. рынок был охвачен сделками консолидации, которые стали называть охватами (roll-ups). В данном случае фрагментированные отрасли консолидировались через крупномасштабные поглощения компаний, называемых консолидаторами. Это происходило во многих отраслях, таких, например, как погребальный бизнес, производство и продажа офисных продуктов и цветочной продукции. В целом, это была идея, которая первоначально могла иметь некоторые достоинства, но зашла слишком далеко. Рынок изменил свое отношение к подобным сделкам к концу 1990-х гг., поскольку они не принесли ожидаемых результатов в виде снижения затрат и больших синергий.

### Пятая волна слияний в Европе и Азии

Пятая волна слияний была поистине международной (см. рисунок 1.3). Как видно из рисунка 1.1, начиная с 1996 г. долларовое значение и количество сделок в Соединенных Штатах значительно увеличились. В Европе пятая волна отчетливо проявилась начиная с 1998 г. В 1999 г. стоимость сделок в Европе была почти столь же велика, как и в США. Наибольшее число европейских сделок приходилось на Великобританию, за которой следовали Германия и Франция (см. таблицу 2.9). В Азии стоимость и количество слияний также заметно увеличились начиная с 1998 г. Большинство этих сделок совершалось в Японии. Объем сделок в Канаде рос стабильно на протяжении всех 1990-х гг., но более чем удвоился в 2000 г.

**Таблица 2.9. Стоимость слияний и поглощений по странам (млрд. долл.)**

| Год  | США     | Великобритания | Германия | Франция | Канада | Япония |
|------|---------|----------------|----------|---------|--------|--------|
| 1990 | 301,3   | 99,3           | 17,1     | 19,6    | 25,3   | 14,2   |
| 1991 | 205,7   | 67,5           | 18,6     | 26,4    | 13,7   | 6,6    |
| 1992 | 216,9   | 51,5           | 19,0     | 28,1    | 13,1   | 4,2    |
| 1993 | 347,7   | 42,6           | 15,6     | 23,3    | 18,1   | 6,5    |
| 1994 | 483,8   | 52,6           | 10,4     | 29,6    | 26,0   | 5,3    |
| 1995 | 734,6   | 157,7          | 17,3     | 23,6    | 36,1   | 40,4   |
| 1996 | 930,8   | 133,9          | 14,9     | 59,3    | 49,9   | 12,0   |
| 1997 | 1 248,1 | 178,0          | 62,8     | 87,1    | 63,4   | 20,1   |
| 1998 | 2 009,2 | 214,2          | 68,5     | 103,8   | 94,6   | 25,7   |
| 1999 | 2 149,9 | 434,0          | 339,2    | 313,4   | 97,5   | 202,1  |
| 2000 | 2 073,2 | 473,7          | 174,8    | 88,7    | 230,2  | 108,8  |

Источник: Thomson Financial Securities Data.

<sup>3</sup> См. Stanley H. Brown, *Ling: The Rise and Fall of a Texas Titan* (New York: Atheneum Publishing Co., 1972).

Возрастающее значение Европы в волне поглощений иллюстрируется увеличением в мировой капитализации доли, приходящейся на Европу и остальные страны неамериканского мира[27]. По данным Бернарда Блэка, в 1975 г. на Соединенные Штаты приходилось 52,5 % общемировой капитализации фондового рынка, а к 1998 г. доля США понизилась до 42 %. В большей степени это изменение произошло за счет Европы, где рыночная капитализация увеличилась с 25 % в 1975 г. до 33 % в 1998 г.

## Резюме

В настоящей главе описаны «приливы и отливы» в развитии корпоративных слияний и поглощений в Соединенных Штатах. Это развитие характеризовалось четырьмя главными периодами высокой активности в области слияний, называемых *волнами слияний*. Более ранние волны слияний находились под большим влиянием технологической трансформации США в великую индустриальную экономическую державу. Первая волна слияний включала много горизонтальных комбинаций и консолидаций нескольких отраслей. Во второй волне доминировали главным образом горизонтальные сделки, но было также много и вертикальных. Третья волна стала эрой конгломератов, т. е. превалировали поглощения компаний из различных отраслей. Четвертая волна слияний уникальна тем, что на сцене появился корпоративный рейдер, который нередко использовал рынок бросовых облигаций для финансирования сделок с высокой долей заемных средств. Это финансирование с помощью заемного капитала использовалось также для других типов похожих финансовых трансакций, например LBO. Хотя корпоративные рейдеры существовали и до 1980-х гг., четвертая волна выдвинула на передний план рейдера, вооруженного богатым арсеналом финансирования за счет бросовых облигаций, которые использовались для «налетов» на некоторые из крупнейших корпораций Америки. При этом рейдер навсегда изменил взгляды корпоративного руководства, ранее не подвергавшегося таким серьезным внешним угрозам. Когда ближе к концу 1980-х гг. рынок бросовых облигаций обрушился и экономика перешла в стадию спада, казалось, что стремительное движение слияний и поглощений близится к завершению. Упадок слияний, однако, был недолгим, и в 1992 г. объем сделок снова вырос, ознаменовав, таким образом, начало пятой волны. В этот период совершались мегаслияния еще более крупные, чем сделки 1980-х гг. Кроме того, сделки пятой волны стали глобальным явлением, и большое количество слияний наблюдалось в Европе и Азии. Сделки этого периода отличались от многих сделок четвертой волны. Большинство из них были стратегическими слияниями, в которых участвовали компании, стремящиеся к выходу на новые рынки или к использованию преимуществ предполагаемых синергий. Оставшаяся часть данной книги более подробно описывает последние события в мире слияний и поглощений; также глубоко исследуются различные направления активности в сфере слияний, чтобы читатель получил полное представление обо всех сложностях этого постоянно развивающегося поля деятельности.

## Список литературы

Allen, Julius. *Corporate Takeovers: A Survey of Recent Developments and Issues*. Congressional Research Service, Library of Congress, Washington, D.C., August 6, 1987.

Archibald, T. Ross. «Stock Market Reaction to the Depreciation Switch-Back». *Accounting Review* 47, no. 1 (January 1972).

Auletta, Ken. *Greed and Glory on Wall Street: The Fall of the House of Lehman* (New York: Random House, 1986).

- Brancato, Carolyn Kay, and Jan E. Christopher. *Merger and Acquisition Activity: The Level of Hostile Mergers*. Congressional Research Service, Library of Congress, Washington, D.C.
- Briloff, A. J. «Accounting Practices and the Merger Movement». *Notre Dame Lawyer* 45, no. 4 (Summer 1970).
- Brooks, John. *The Takeover Game* (New York: E. P. Dutton, 1987).
- Brown, Philip, and Ray Ball. «An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers». *Journal of Accounting Research* 6, no. 2 (Autumn 1963).
- Brown, Stanley. *Ling* (New York: Atheneum Publishing Co., 1972).
- Chandler, Alfred D. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* (Cambridge, Mass.: Belknap Press, 1977).
- Chandler, Alfred D. «The Coming of Oligopoly and Its Meaning for Antitrust». In *National Competition Policy: Historian's Perspective on Antitrust and Government Business Relationships in the United States*. Federal Trade Commission Publication, August 1981.
- Conlin, Joseph R. *The American Past* (Fort Worth, Tex.: Harcourt Press, 1997).
- Fama, E. F., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll. «The Adjustment of Stock Prices to New Information». *International Economic Review* 10, no. 1 (February 1969).
- Geneen, Harold. *Managing* (New York: Avon Publishing Co., 1984).
- «Hostility Breeds Contempt in Takeovers, 1974». *Wall Street Journal*, 25 October 1989.
- Kaplan, Robert S., and Richard Roll. «Investor Evaluation of Accounting Information: Some Empirical Evidence». *Journal of Business* 45, no. 2 (April 1972).
- Kintner, Earl W. *Primer on the Law of Mergers* (New York: Macmillan Publishing Co., 1973).
- Madrick, Jeff. *Taking America* (New York: Bantam Books, 1987).
- Markham, Jesse. «Survey of the Evidence and Findings on Mergers». In *Business Concentration and Public Policy* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1955).
- Marren, Joseph H. *Mergers and Acquisition* (Homewood, Ill.: Dow Jones Irwin, 1985).
- Melicher, R. W., J. Ledolter, and L. D'Antonio. «A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity». *Review of Economics and Statistics* 65 (August 1983).
- Mergerstat Review*, 1998.
- Nelson, Ralph. *Merger Movements in American Industry: 1895–1956* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1959).
- Puth, Robert C. *American Economic History* (New York: Dryden Press, 1982).
- Rielly, Frank, and Eugene Drzyminski. «Tests of Stock Market Efficiency Following World Events». *Journal of Business Research* 1, no. 1 (Summer 1973).
- Steiner, Peter O. *Mergers: Motives, Effects and Policies* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1975).
- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland. *Managerial Finance* (Chicago: Dryden Press, 1986).
- Winch, Kevin F. *Hostile Corporate Takeovers: Investment Advisor Fees*. Report No. 87—217E, Congressional Research Service, Library of Congress, Washington, D.C.

## 3

# Законодательные рамки

## Общий Обзор

Юридические требования, предъявляемые к слияниям и поглощениям, различаются в зависимости от того, является ли транзакция дружественным слиянием или враждебной сделкой. В каждой из этих категорий правила тоже различаются в зависимости от того, финансируются ли сделки деньгами или акциями. Ниже описываются регулирующие нормы для каждой из этих альтернатив.

*Дружественное слияние, финансируемое деньгами*. Покупатель должен подать в Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) заявление о доверенности (proxy statement), описывающее сделку. Обычно покупатель должен сначала подать предварительное заявление. Если у Комиссии есть какие-то замечания, предварительное заявление может быть изменено, прежде чем примет окончательную форму. Окончательное заявление о доверенности затем пересылается акционерам вместе с карточкой доверенности, которую они заполняют и возвращают. Затем сделка должна быть одобрена на собрании акционеров, после чего она может быть исполнена.

*Дружественное слияние, финансируемое акциями*. Этот процесс подобен слиянию, финансируемому деньгами, за исключением того, что ценные бумаги, используемые для покупки акций компании-цели, должны быть зарегистрированы. Покупатель осуществляет регистрацию, подавая соответствующее заявление. После того как оно одобряется, акционерам можно разослать комбинированное заявление о регистрации и доверенности.

*Враждебная сделка – тендерное предложение деньгами*. Покупатель начинает тендерное предложение, распространяя материалы тендерного предложения среди акционеров компании-цели. Такие предложения должны быть сделаны в соответствии с требованиями закона Уильямса, который описывается в настоящей главе. Однако в отличие от дружественных сделок, SEC не имеет возможности делать замечания по материалам, которые рассылаются акционерам, до их рассылки. Однако SEC может сделать такие замечания во время минимального периода предложения, который описывается далее в данной главе.

*Враждебная сделка – тендерное предложение акциями*. Сначала покупателю нужно подать регистрационное заявление и ждать, пока оно будет признано действительным, прежде чем передавать материалы тендерного предложения акционерам. У SEC могут быть замечания по предварительному заявлению о регистрации, которые должны быть урегулированы, прежде чем заявление будет признано действующим. После этого процесс продолжается так же, как в случае тендерного предложения деньгами.

## **Законы, регулирующие слияния, поглощения и тендерные предложения**

Область слияний и поглощений регулируется несколькими законами. Эти законы устанавливают правила, регламентирующие процесс слияний и поглощений. Поскольку компании-цели используют некоторые из этих законов в своей оборонительной тактике противодействия поглощению, приобретающая компания должна внимательно рассмотреть все юридические аспекты ситуации. Интересующие нас законы подразделяются на три основные группы: законы о ценных бумагах, антитрестовские законы и законы о корпорациях.

## **Законы о ценных бумагах**

Существуют несколько различных законов о ценных бумагах, имеющих большое значение в сфере слияний и поглощений. Наиболее важная часть этих законов рассматривается в данной главе: прежде всего это подача формы 8К и затем подробное описание закона Уильямса. Анализируются наиболее значимые разделы этого закона в части, относящейся к корпоративным финансам и слияниям.

### **Подача формы 8К**

Закон о биржах 1934 г. (Securities Exchange Act) требует, чтобы форма 8К была подана в течение 15 календарных дней после определенных событий. К таким событиям относятся приобретение или продажа значительных активов, включая компании. Форма 8К должна содержать следующую информацию:

- описание активов, приобретенных или проданных;
- форма и сумма компенсации, переданной или полученной;
- имена лиц, у которых были приобретены активы;
- в случае поглощения – источник средств, использованных для финансирования покупки;
- финансовые отчеты приобретенного предприятия.

Под приобретением понимается покупка значительных сумм активов, если приобретается их доля в уставном капитале продавца или сумма, уплаченная или полученная при приобретении или продаже, превышает 10 % общей балансовой стоимости регистранта или его дочерних компаний.

### **Подача формы S-4**

Когда публичная компания должна выпустить новые акции, чтобы приобрести акции компании-цели, она обязана зарегистрировать эти акции, подав в SEC форму о раскрытии. Это обычно делается через заполнение формы S-4, которая несколько менее подробна, чем форма S-1, заполняемая при первичном выпуске акций данной компании в публичную продажу.

### **Закон Уильямса**

Закон Уильямса, принятый в 1968 г., является одним из наиболее важных законодательных актов в области слияний и поглощений. Он оказал значительное влияние на активность в области слияний в 1970-е и 1980-е гг. До его принятия тендерные предложения были главным образом нерегулируемыми, что не вызывало особой озабоченности до 1960 г., поскольку таких предложений делалось очень немного. В 1960-е гг., однако, тендерное предложение стало более популярным средством захвата контроля над корпорациями и отстранения обороняющегося руководства.

В тендерных предложениях, которые использовали в качестве компенсации ценные бумаги, некоторое ограниченное регулирование обеспечивалось законом о ценных бумагах 1933 г. (Securities Act), требовавшим раскрытия информации. В предложениях, осуществляемых с использованием денежных средств, такого регулирования не было. Поэтому SEC стремилась заполнить существующий пробел в законодательстве, и с этой целью сенатор Харрисон Уильямс (Harrison Williams), председатель сенатской банковской комиссии, в 1967 г. выдвинул на рассмотрение законопроект, получивший одобрение Конгресса в июле 1968 г.

Закон Уильямса внес поправки в закон о биржах 1934 г., являющийся краеугольным камнем законодательства о ценных бумагах. Этот закон, как и закон о ценных бумагах 1933 г., был вызван к жизни стремлением правительства обеспечить более четкое регулирование рынка ценных бумаг. Оба закона помогли ликвидировать некоторые из слабых мест в законодательстве, способствовавшие, по мнению многих, краху фондового рынка в октябре 1929 г.

В частности, новые правила обеспечивали более полное раскрытие информации компаниями при выпуске ценных бумаг. Например, закон о ценных бумагах 1933 г. требовал от компании, когда она становится публичной, подачи подробного отчета. В дополнение к этому закон о биржах 1934 г. запретил некоторые операции в сфере ценных бумаг, включая фиктивные продажи (wash sales) и жонглирование клиентскими счетами (churning of customer accounts). Он также обеспечил создание курирующего учреждения – SEC, которое было сформировано, чтобы гарантировать надежность исполнения федеральных законов о ценных бумагах. Дополняя закон о биржах 1934 г., закон Уильямса добавил в него пять новых разделов.

Закон Уильямса имел четыре главные цели:

1. *Регулировать тендерные предложения*. До принятия закона Уильямса акционеров компаний-целей часто подталкивали к быстрой продаже своих акций, чтобы избежать получения менее выгодных условий.

2. *Установить процедуры и требования о раскрытии информации о приобретениях*. Благодаря большему раскрытию информации акционеры могут принимать более обоснованные решения относительно стоимости предложения о поглощении. Раскрытие информации позволяет акционерам цели получать более полное представление о потенциальной поглощающей компании. В случае обмена акций на акции акционеры компании-цели становятся акционерами приобретающей фирмы. Оценка акций поглощающей фирмы зависит от наличия подробных финансовых данных.

3. *Дать акционерам время на принятие информированных решений относительно тендерных предложений*. Даже если необходимая информация может находиться в распоряжении акционеров компании-цели, им все равно нужно время, чтобы проанализировать эти данные. Закон Уильямса позволяет им принимать более информированные решения.

4. *Повысить доверие к рынкам ценных бумаг*. Повышая доверие инвесторов, рынки ценных бумаг могут привлекать больше капитала. Инвесторы будут меньше беспокоиться о том, что существует риск понести убытки из-за принятия решений, основанных на ограниченной информации.

- Для достижения этих целей в законе Уильямса были выделены пять разделов:
- Раздел 13(d) регулирует значительные приобретения акций.
- Раздел 14(d) регулирует тендерные предложения.
- Раздел 14(e) запрещает введение в заблуждение относительно существенных обстоятельств или другие незаконные действия при продвижении или противодействии тендерным предложениям.
- Раздел 14(f) требует раскрытия информации, если изменение доли собственности приводит к замене совета директоров без одобрения акционеров.
- Раздел 13(e) регулирует покупки эмитентов.

### **Раздел 13(D) закона Уильямса**

Раздел 13(d) закона Уильямса дает акционерам и руководству компании-цели систему раннего предупреждения, заблаговременно сообщая им о возможности возникновения угрозы контролю. Данный раздел предусматривает раскрытие информации о пакете акций покупателя,

если этот пакет достигает 5 % всего объема акций компании-цели, находящихся в обращении. Когда этот закон был принят, пороговый уровень составлял 10 %; в дальнейшем такой процент посчитали слишком высоким, и был установлен более консервативный 5 %-ный уровень.

Раскрытие информации в соответствии с положениями раздела 13(d) необходимо даже тогда, когда нет тендерного предложения. Покупатель, который намеревается получить контроль над корпорацией, должен раскрыть требуемую информацию вслед за приобретением 5 % акций цели. Покупатель совершает это раскрытие путем подачи формы 13D (Schedule 13D).

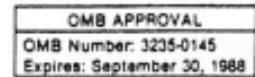
Подача формы может быть необходимой, даже если ни одно частное лицо или компания по существу не владеют 5 % акций другой компании. Если группа инвесторов действует сообща, то в соответствии с этим законом их совместный пакет акций расценивается как принадлежащий одной группе.

Определение понятия «группа» привлекло большое внимание в конце 1980-х гг. в связи со скандалом вокруг *парковки акций (stock parking)*, в котором участвовал Айвэн Бюэски. Парковка акций происходит, когда покупатели скрывают свои покупки, поручая другому инвестору приобретать для них акции компании-цели. Очевидно, что брокерские фирмы находятся в удобном положении для такого приобретения акций, поскольку они регулярно покупают акции многих компаний для различных клиентов. Однако, когда брокерская фирма всего лишь скрывает истинного владельца акций, эта сделка может рассматриваться как нарушение закона Уильямса. Было установлено, что фирма *Jefferies and Company* – брокер Бюэски – накапливала акции для Бюэски, зная о его намерении обойти требование о раскрытии информации. Правоохранительные органы заявили, что с точки зрения закона Уильямса в данном случае имела место группа и, следовательно, обе стороны должны были сделать соответствующее раскрытие информации.

Может существовать значительный экономический стимул для незаконного вступления в соглашение о парковке акций с другой стороной. После того как совершается раскрытие информации, рынок узнает о намерениях поглощающей компании. Рынок также знает, что когда совершаются попытки поглощения, котировки акций компании-цели имеют тенденцию значительно повышаться. Поэтому другие спекулянты, такие как арбитражеры, могут попытаться нажиться на покупке акций компании-цели, надеясь продать свои акции по более высокой цене тем, кто в конце концов будет покупать контрольный пакет компании. Спекуляции такого типа являются примером одной из форм *рискового арбитража (risk arbitrage)*.

## Форма 13D

Раздел 13(d) предусматривает подачу формы 13D. Компания должна сдать шесть экземпляров этой формы в SEC в течение 10 дней после приобретения 5 % акций другой компании, находящихся в обращении. Кроме того, один экземпляр должен быть отправлен заказным письмом в штаб-квартиру эмитента ценных бумаг. Еще по одному экземпляру должно быть послано таким же образом каждой из бирж, торгующих этими акциями. На рисунке 3.1 представлена копия формы 13D.



SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION  
Washington, D.C. 20549

**SCHEDULE 13D**

Under the Securities Exchange Act of 1934  
(Amendment No. \_\_\_\_\_)\*

\_\_\_\_\_  
(Name of Issuer)

\_\_\_\_\_  
(Title of Class of Securities)

\_\_\_\_\_  
(CUSIP Number)

\_\_\_\_\_  
(Name, Address and Telephone Number of Person Authorized to Receive Notices and Communications)

\_\_\_\_\_  
(Date of Event which Requires Filing of this Statement)

If the filing person has previously filed a statement on Schedule 13G to report the acquisition which is the subject of this Schedule 13D, and is filing this schedule because of Rule 13d-1(b)(3) or (4), check the following box .

Check the following box if a fee is being paid with the statement . (A fee is not required only if the reporting person: (1) has a previous statement on file reporting beneficial ownership of more than five percent of the class of securities described in Item 1; and (2) has filed no amendment subsequent thereto reporting beneficial ownership of five percent or less of such class.) (See Rule 13d-7.)

**Note:** Six copies of this statement, including all exhibits, should be filed with the Commission. See Rule 13d-1(a) for other parties to whom copies are to be sent.

\*The remainder of this cover page shall be filled out for a reporting person's initial filing on this form with respect to the subject class of securities, and for any subsequent amendment containing information which would alter disclosures provided in a prior cover page.

The information required on the remainder of this cover page shall not be deemed to be "filed" for the purpose of Section 18 of the Securities Exchange Act of 1934 ("Act") or otherwise subject to the liabilities of that section of the Act but shall be subject to all other provisions of the Act (however, see the Notes).

SEC 1746 (2-87)

**Рисунок 3.1.** Образец формы 13D.

Форма 13D требует раскрытия следующей информации[28]:

- Название и адрес компании-эмитента, тип приобретаемых ценных бумаг. Например, компания может иметь более одного класса ценных бумаг. В этом случае поглощающая компания должна указать класс ценных бумаг, которых она приобрела по меньшей мере 5 %.
- Подробная информация о прошлом частного лица, подающего информацию, включая любые уголовные преступления в прошлом.
- Число акций, фактически находящихся в собственности.

- Цель сделки. Здесь поглощающая компания должна указать, собирается ли она получить контроль над поглощаемой компанией или всего лишь покупает ценные бумаги для инвестиционных целей.
- Источник средств, использованных для финансирования приобретения акций компании. Например, должна быть указана степень использования заемного капитала. Может потребоваться приложение в форме письменных заявлений от финансовых институтов, документально подтверждающих способность покупателя обеспечить необходимое финансирование.

SCHEDULE 13D

|                 |  |                           |  |
|-----------------|--|---------------------------|--|
| CUSIP No. _____ |  | Page _____ of _____ Pages |  |
| 1               | NAME OF REPORTING PERSON<br>S.S. OR I.R.S. IDENTIFICATION NO. OF ABOVE PERSON                                    |                           |  |
| 2               | CHECK THE APPROPRIATE BOX IF A MEMBER OF A GROUP*  |                           | (a) <input type="checkbox"/><br>(b) <input type="checkbox"/> |
| 3               | SEC USE ONLY   |                           |  |
| 4               | SOURCE OF FUNDS*   |                           |  |
| 5               | CHECK BOX IF DISCLOSURE OF LEGAL PROCEEDINGS IS REQUIRED PURSUANT TO ITEMS 2(b) OR 2(c) <input type="checkbox"/> |                           |  |
| 6               | CITIZENSHIP OR PLACE OF ORGANIZATION   |                           |  |
| 7               | NUMBER OF SHARES BENEFICIALLY OWNED BY EACH REPORTING PERSON WITH  | SOLE VOTING POWER         |  |
| 8               |  | SHARED VOTING POWER       |  |
| 9               |  | SOLE DISPOSITIVE POWER    |  |
| 10              |  | SHARED DISPOSITIVE POWER  |  |
| 11              | AGGREGATE AMOUNT BENEFICIALLY OWNED BY EACH REPORTING PERSON   |                           |  |
| 12              | CHECK BOX IF THE AGGREGATE AMOUNT IN ROW (11) EXCLUDES CERTAIN SHARES* <input type="checkbox"/>                  |                           |  |
| 13              | PERCENT OF CLASS REPRESENTED BY AMOUNT IN ROW (11)   |                           |  |
| 14              | TYPE OF REPORTING PERSON*  |                           |  |

\*SEE INSTRUCTIONS BEFORE FILLING OUT!

**Рисунок 3.1.** Образец формы 13D (продолжение).

### Дополнительные поправки, требуемые в соответствии с разделом 13(D)(2)

Раздел 13(d)(2) требует, чтобы в случае существенного изменения фактов, изложенных в форме 13D, эмитент оперативно регистрировал эти изменения в SEC и на биржах. Как и в большей части закона Уильямса, формулировки, касающиеся того, что является существенным изменением, или даже того, какой период времени считать оперативным, являются расплывчатыми. Как правило, регистрация существенных изменений в течение 10 дней может быть приемлемой, за исключением тех случаев, когда изменения настолько значительны, что требуется более быстрая регистрация[29]. Степень значимости изменений можно определить по чувствительности рынка и его зависимости от новой информации, а также от более ранней информации, раскрытой в первоначально поданной форме, которые теперь могут существенно различаться.

### Наказания за несоблюдение положений раздела 13(D)

В случае нарушения раздела 13(d) либо акционеры, либо компания-цель могут подать иск о возмещении ущерба. Суды, в соответствии с положениями раздела 13(d), более озабочены правами акционеров цели, чем правами самой корпорации-цели, потому что этот раздел закона был разработан для защиты интересов акционеров, а не интересов корпорации-цели. Суды более склонны предоставлять средство судебной защиты по праву справедливости, такое,

например, как судебный запрет, а не присуждение к уплате компенсации в форме возмещения убытков. Они более озабочены тем, чтобы обеспечить акционерам правильное раскрытие информации, а не помешать поглощению. Помимо судов предполагаемые нарушения раздела 13(d) может рассматривать SEC, и она может вводить определенные наказания. Стороны, признанные виновными в нарушении раздела 13(d), могут быть оштрафованы, и, возможно, суд обяжет их вернуть незаконно присвоенное.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.