**Анализ сделок по слиянию и поглощению в сфере телекоммуникаций**

**2012**

Содержание

Введение

Глава I. Сделки M&A в условиях рыночной экономики

1.1 Понятие слияний и поглощений (сделок M&A)

1.2 Концепция стоимостного подхода как основа сделок по слиянию и поглощению

1.3 Правовое регулирование сделок M&A в Российской Федерации

1.4 Определение синергетического эффекта при слиянии и поглощении

1.5 Зарубежный опыт слияний и поглощений

1.6 Особенности налогового планирования на уровне предприятия при сделках M&A

Глава II. Анализ сделок по слиянию и поглощению в сфере телекоммуникаций

2.1 Общие тенденции в совершении M&A сделок

2.2 Характеристика слияний и поглощений в сфере телекоммуникаций: мировые и российские тенденции, особенности налоговой оптимизации

Заключение

Список использованной литературы

Введение

cлияние поглощение рынок телекоммуникация

Актуальность темы исследования. Вслед за периодом стихийного перераспределения собственности в российских компаниях наступило переосмысление стратегий корпоративного роста, что обусловило необходимость использования научных методов в обосновании сделок слияний/поглощений.

Актуальность выбранной темы обуславливается также тем, что в российских исследованиях, посвященных проблеме формирования стратегий слияний и поглощений, нет единого понимания данного явления, не определены до конца характерные особенности моделей интеграции бизнес-структур и не даны оценки их эффективности. В последнее время появляется все больше литературы на русском и английском языках, посвященной обобщению западного опыта по данным вопросам, требующей систематизации и выделения положений, применимых для использования в российской практике слияний и поглощений.

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)  [Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)  [Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |

Таким образом, нерешенность ряда теоретических и методических проблем эффективности стратегий слияний и поглощение вообще и практики их реализации российскими телекоммуникационными компаниями определяет научную новизну и практическую значимость настоящего исследования.

Степень разработанности темы. Большой вклад в разработку исследуемой темы внесли российские и зарубежные ученые экономисты и практики в области финансов и кредита, корпоративных финансов, стратегического управления. Так, основы механизма формирования и развития корпоративных структур и особенности корпоративного управления рассмотрены в работах Автономова B., Авдашевой С., Ануловой Г., Аукуционека С., Борисова С., Гринберга Р., Долгопятовой Т., Доронина И., Душанича Й., Капелюшникова Р., Паппэ Я., Розинского И., Рудык Н., Семенковой Е., Хабаровой И., Шаронова А. Развернутая картина современного состояния корпоративного сектора западной экономики дана в работах таких ученых, как Р. Де Янг, М. Дженсен, Т. Коупланд, С. Майерс, С, Пилофф, С. Роадс, Р. Ролл, Е. Фам, А. Шляйфер. Однако в связи с тем, что исследования зарубежных ученых проводились применительно к относительно стабильным условиям экономики развитых стран, практическое применение предлагаемых ими механизмов развития стратегий слияний и поглощений в условиях российской промышленности требует обязательного учета специфики переходной экономики вообще и особенностей процессов корпоратизации в России, в частности. Необходимость адаптации зарубежного опыта формирования условий для оптимизации сделок слияний и поглощений в промышленности и их адаптации к российским условиям усиливает научную и практическую значимость предпринятого исследования, определяет его цель и задачи.

В основе слияния и поглощения в работе будет рассмотрена налоговая оптимизация (налоговое планирование).

Налоговое планирование на уровне хозяйствующего субъекта - это неотъемлемая часть управления его финансово-хозяйственной деятельностью в рамках единой стратегии его экономического развития, представляющая собой процесс системного использования оптимальных законных налоговых способов и методов для у становления желаемого будущего финансового состояния объекта в условиях ограниченности ресурсов и возможности их альтернативного использования. При этом в понятие будущего финансового состояния кроме общепринятых в настоящее время показателей целесообразно также включать уровень налогового бремени.

Планирование налогов - это планирование на минимальном для конкретного хозяйствующего субъекта уровне сумм отдельных налогов.

Налоговое планирование создает необходимые условия не для рывка или революционного прорыва, а для стабильного экономического роста хозяйствующих субъектов, повышения их финансовой устойчивости и значимости и последующего увеличения доходной базы соответствующих бюджетов и экономического роста в масштабах всей страны. Применение льгот в условиях продуманной налоговой политики государства позволяет обеспечить не только увеличение финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта, но и в перспективе приводит к росту налоговых доходов бюджета.

В настоящее время возрастает значение налогового планирования как фактора экономического роста хозяйствующих субъектов, что обусловлено прежде всего следующими обстоятельствами:

экономическая нестабильность и часто вносимые поправки в налоговое законодательство делают более конкурентоспособными те организации, которые оперативно реагируют на вносимые изменения, а сделать это могут, как правило, только хозяйствующие субъекты, занимающиеся многовариантными расчетами налоговой оптимизации;

налоговая экономия является резервом для увеличения чистой прибыли фирмы и позволяет осуществлять модернизацию, техническое перевооружение, закупку нового оборудования и т. п., т. е. служит источником финансирования инвестиционных долгосрочных программ и создает основу для финансовой значимости хозяйствующего субъекта;

максимизация чистой прибыли создает условия для роста дивидендных выплат и соответственно стоимости акции и роста капитализации (цены) фирмы.

Недостаточная теоретическая проработка и отсутствие четкой системы налогового планирования на практике, позволяющей всесторонне моделировать эффективные предпринимательские решения с учетом налогового фактора, свидетельствуют о незадействованности всех возможных резервов для оптимизации налогообложения с целью увеличения эффективности финансово-хозяйственной деятельности. Именно поэтому в современных условиях так важно всестороннее изучение теоретических и практических аспектов налогового планирования прежде всего в системе управления финансами хозяйствующих субъектов.

Основами налогового планирования являются:

)учет основных направлений развития налоговой, бюджетной и инвестиционной политики государства;

) разработка учетной политики предприятия и проведение договорных компаний с учетом их налоговых последствий;

) правильное и полное использование всех установленных законом льгот, освобождений от налогов и исполнения обязанностей налогоплательщиков;

) оценка возможностей получения отсрочек и рассрочек по уплате налогов, а также различных налоговых и инвестиционных налоговых кредитов.

Налоговое планирование является частью финансового планирования и подчиняется следующим принципам:

) платить минимум из положенного;

) осуществлять уплату налога в последний день установленного периода;

) использовать варианты снижения налогооблагаемой базы в рамках взаимосвязанной системы налогообложения предприятий;

) использовать льготные режимы налогообложения, предусмотренные законодательством;

) не допускать повышенного налогообложения путем использования специальных учетных методов.

Таким образом, налоговое планирование позволяет оптимизировать сумму уплачиваемых налогов и избежать экономического ущерба, связанного с выплатой штрафов в пользу государства.

Целью исследования является разработка специфического механизма, обеспечивающего высокую эффективность разработки и реализации стратегий слияний и поглощений российскими телекоммуникационными компаниями.

В соответствии с целью исследования в диссертации поставлены следующие основные задачи:

рассмотреть возможность использования зарубежных теорий применительно к российским стратегиям слияний и поглощений и сделать выводы об основных типах мотивации российских телекоммуникационных компаний к интеграции своих активов;

сравнить особенности реализации сделок слияний и поглощений в практике западных и российских телекоммуникационных компаний, обосновать критерии классификации сделок, связанных с интеграцией бизнеса;

выделить характерные для российских компаний, функционирующих в реальном секторе экономики, особенности интеграционных стратегий и дать оценку эффективности сделок слияний и поглощений;

разработать методические подходы к формированию эффективной стратегии слияний и поглощений телекоммуникационных компаний, а также механизма ее реализации, позволяющего оптимизировать структуру бизнеса и объемы специфических активов;

- разработать практические рекомендации по повышению эффективности управления сделками слияний и поглощений в российской промышленности как для групп взаимосвязанных компаний, так и для отдельных организаций с целью предотвращения проблем, возникающих при применении зарубежных методик оценки слияний/поглощений в деятельности российских компаний.

Объектом исследования выступают российские телекоммуникационные компании, участвующие в процессах слияний и поглощений.

Предметом исследования являются стратегии слияний и поглощений российских телекоммуникационных компаний, а также критерии оптимизации процессов интеграции бизнеса как основы принятия экономически эффективных управленческих решений.

Теоретической и методологической основой диссертации являются научные труды отечественных и зарубежных специалистов по теории фирмы и отраслевых рынков, стратегического менеджмента российских и западных компаний, интеграции бизнеса путем слияний и поглощений, а также работы отечественных и зарубежных авторов по вопросам оценки эффективности сделок слияний и поглощений в промышленности.

Для решения поставленных задач в работе использовались методы теории управления, усреднения величин, табличный и модульный методы, моделирование экономических процессов, факторный анализ, а также основные положения общей теории систем.

В процессе работы применялись общенаучные методы и приемы: исторический анализ развития теории слияний и поглощений; методы сравнительного анализа при исследовании применения классических методов и современных приемов анализа эффективности слиянии и поглощений; методы анализа и синтеза при выявлении и классификации тенденций развития слияний и поглощений.

Научная новизна работы. В магистерской диссертации разработана концепция развития сделок слияний и поглощений на основе налоговой оптимизации, определена система показателей эффективности стратегий интеграции бизнеса на уровне предприятия, а также выявлен механизм ее внедрения в российскую практику.

Глава I. Сделки M&A в условиях рыночной экономики

1.1 Понятие слияний и поглощений (сделок M&A)

Принципиальное значение в исследовании процессов слияний и поглощений имеет анализ факторов организации крупных интегрированных структур в экономике и последствий такой хозяйственной интеграции. лияния и поглощения M&A в широком смысле слова можно характеризовать как вертикальную интеграцию в форме любых форм взаимоотношений между юридически самостоятельными / несамостоятельными предприятиями, выходящих за рамки рыночных трансакций. Обращение к интеграционным факторам роднит эти исследования с работами по теории фирмы. В современной экономической литературе можно выделить несколько направлений развития теорий слияний и поглощений:

неоклассическую теорию, связывающую интеграцию, с одной стороны, с возможностями повышения аллокативной эффективности (преодолением проблемы «двойной надбавки»), а с другой - с возможностями создания барьеров входа на пути потенциальных конкурентов;

институциональный анализ, рассматривающий организацию корпоративных структур в контексте минимизации трансакционных издержек, проблем управления поведением исполнителя и влияния на них распределения прав собственности;

теорию динамических сравнительных преимуществ, исследующую экономическую интеграцию в связи с адаптацией к жизненным циклам продуктов и технологий.

Современные теоретические трактовки связаны с более конкретными эффектами реализации корпоративных слияний и поглощений.

1. Синергетическая теория (synergy theory), которая ориентируется на эффект сложения сил, превышающий арифметическую сумму. В соответствие с ней возникающая при интеграции бизнеса новая промышленная структура может использовать широкий спектр преимуществ (синергий), которые возникают вследствие объединения ресурсов этих корпораций. Все синергетические эффекты можно разделить на два типа: операционные синергии и финансовые синергии.

Операционные синергии представлены следующими эффектами.

• Экономией операционных издержек (эффектом агломерации).

Новая корпорация, возникшая в результате слияния, может добиться серьезного сокращения административных, маркетинговых и многих других операционных издержек. Эффект слияния может быть выражен формулой, описывающей кривую опыта/обучения (ехperience/learning curve):

Cp = Cb(Q/Qb ) -е,

где Cp - плановые издержки на единицу продукции; Cb - базовые издержки на единицу продукции; Qp - суммарный плановый объем продукции; Qb - суммарный базовый объем продукции; е - эластичность издержек на единицу продукции (константа).

Закон кривой опыта/обучения гласит, что «издержки на единицу продукции при получении добавленной стоимости применительно к стандартному товару, измеренные в постоянных денежных единицах, уменьшаются на фиксированный процент при каждом удвоении объема продукции». Эмпирические данные показывают, что темп снижения издержек на единицу товара составляет в США для корпораций автомобильной промышленности - 12%, сталелитейных и самолетостроительных корпораций - 20%, а для корпораций, специализирующихся на производстве полупроводников, - 40%.

• Экономией на НИОКР (research and development).

Корпорация-покупатель может использовать научно-исследовательские центры приобретенной корпорации, а также ее работников для создания и внедрения новых продуктов, существенно сокращая при этом издержки, связанные с подобной деятельностью.

• Эффектом комбинирования взаимодополняющих ресурсов.

Крупные корпорации и небольшие компании нередко обладают взаимодополняющими ресурсами. При слиянии таких компаний выигрывают все: небольшая компания получает доступ к финансовым ресурсам, а крупная - нужный ей продукт по низкой цене (и отсутствие затрат на развитие собственного производства).

• Увеличением размеров рыночной ниши корпорации.

Захват большого сегмента рынка путем проведения горизонтального/вертикального слияния влечет за собой значительное сокращение конкуренции на нем, что выгодно новой корпорации, но приводит к монополизации рынка. Именно поэтому во многих странах мира в последние несколько десятилетий ведется борьба против слияний, «ограничивающих конкуренцию».

Финансовые синергии связаны с созданием налоговых щитов (уход от налогообложения). Возможность использования слияния как способа ухода от налогообложения играет не последнюю роль среди факторов, стимулирующих слияния. Например, корпорации могут принять решение о слиянии, если одна из них обладает налоговыми льготами, а другая нет. Тогда, если после слияния налоговые льготы распространяются на новую корпорацию, это выгодно обеим корпорациям.

. Агентская теория (agency cost theory), в рамках которой менеджеры уже не действуют в интересах своих акционеров, их основным мотивом являются собственные интересы, зачастую не совпадающие с интересами акционеров (см. табл. 1). У менеджеров имеются причины для того, чтобы позволять своим корпорациям расти, превышая оптимальные размеры, путем слияний и поглощений. Рост и, как следствие, концентрация ресурсов, подконтрольных менеджменту, увеличивают их власть.

В практике бизнеса разработаны приемы контроля за деятельностью менеджеров. Прежде всего, это контроль фондового рынка. Рынок капиталов быстро сигнализирует акционерам компании (через стоимость акций компании на фондовом рынке) о том, что ее менеджмент больше заботится о своих собственных интересах, чем об увеличении их чистого благосостояния.

Другим инструментом контроля для акционеров могут быть контракты, заключаемые с менеджером при его найме на работу, в которых четко прописаны все его обязанности, решения, которые он может и не может принимать, размер и условия его вознаграждения и т.д.

Таблица 1

Мотивация поведения менеджмента корпораций

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| № | Проблема | Определение |
| 1 | Мотивация | У менеджеров бывают причины прилагать для управления компанией меньше усилий, чем ожидали от них акционеры |
| 2 | Выбор инвестиционного горизонта | Менеджеры всегда имеют меньший инвестиционный горизонт по сравнению со своими акционерами. Менеджеры предпочитают краткосрочные проекты, увеличивающие их собственное благосостояние, долгосрочным, увеличивающим благосостояние акционеров |
| 3 | Степень принятия риска | Благосостояние менеджера напрямую зависит от того, останется ли он на своем посту или же будет смещен с него (в результате решения совета директоров или банкротства компании), поэтому менеджеры всегда более осторожны в принятии решений по сравнению со своими акционерами |
| 4 | Эффективность использования активов | У менеджеров могут существовать мотивы неэффективного использования активов компании, так как их собственное благосостояние напрямую не зависит от воздействия использования активов на стоимость компании |

Новым мощным инструментом в этой области является рынок корпоративного контроля с присоединениями и поглощениями, который. материально не существует, но существует его материальный измеритель - фондовый рынок. Основная предпосылка, лежащая в основе эффективного функционирования рынка корпоративного контроля, - это существование высокой положительной корреляции между эффективностью менеджмента компании и рыночной стоимостью ее акций. Если какая-то компания под управлением своего менеджмента работает неудовлетворительно, то это находит свое отражение в падении рыночной стоимости ее акций, В таком случае компания достаточно быстро становится потенциальной целью поглощения со стороны других компаний, которые руководствуются разными мотивами:

менеджеры компании-покупателя могут надеяться при помощи присоединения или поглощения захватить благосостояние менеджеров компании-цели, которое носит форму заработной платы, пенсий, компенсационных и бонусных схем поощрения;

заниженная за счет неэффективного управления своим текущим менеджментом стоимость акций компании-цели может отражать ее скрытый потенциал, который раскроется, как только контроль над корпорацией перейдет к более эффективному менеджменту. Чем ниже стоимость акций по сравнению с той стоимостью, которую бы она имела, при управлении ею более эффективным менеджментом, тем больше ее привлекательность как компании-цели.

Таким образом, рынок корпоративного контроля выполняет следующие функции:

решает агентские конфликты внутри компании при помощи удаления ее неэффективного менеджмента посредством слияний или поглощений;

повышает качество управления компанией, так как при развитом рынке корпоративного контроля каждый менеджер понимает, что чем ниже качественный уровень его управления, тем скорее его компания станет целью поглощения, а значит, растет шанс лишиться работы;

увеличивает эффективность и конкурентоспособность корпоративного сектора национальной экономики.

позволяет быстро заменять неэффективный менеджмент эффективным и разрешать агентские конфликты, которые значительно снижают стоимость компаний.

. Теорией гордыни (hubris theory), согласно которой слияние - это результат индивидуального неэффективного решения менеджеров корпорации-покупателя, поскольку в этом случае отсутствуют синергии.

Как правило слияния и поглощения имеют в своей основе все три теоретических концепции.

В выборке тендерных предложений, характеризующихся положительной общей доходностью (252 предложения), доминирующей является синергетическая теория слияний. В 49,4 % случаев корпорация-покупатель получала положительный доход от слияния, в то время как в 95,8% случаев позитивный доход от слияния получала корпорация-цель. Общая же доходность от слияний была положительной в 76,4% случаев. В среднем для 3/4 всех слияний основной мотивировкой являлась реальная синергия.

Оставшаяся ¼ всех слияний объясняется теорией агентских издержек и теорией гордыни. Доминирующей является теория агентских издержек. По поводу присутствия или отсутствия теории гордыни точно ничего сказать нельзя.

Анализ зарубежного опыта показывает, что отраженные в западных теоретических разработках факторы интеграции бизнеса путем слияний и поглощений связаны с процессами централизации принятия решений и концентрации средств производства.

К специфическим чертам сложившейся в результате слияний и поглощений системы корпоративного управления в российской промышленности, кардинально отличающейся от западных аналогов, можно отнести:

преобладание акционерной собственности, причем преимущественно в форме открытых акционерных обществ;

высокая распыленность основной части акционерного капитала между мелкими держателями акций - физическими лицами;

аккумулирование основной части капитала в руках инсайдеров-работников и менеджеров приватизированных предприятий;

обесценивание приватизируемой собственности, ее продажа лицам, происхождение капитала которых не было связано с развитием реального производства;

сохранение значительной части пакетов акций в собственности государства, как правило, меньше контрольного и даже блокирующего пакетов.

Другими словами, происходит существенное расширение «зоны контроля» менеджеров за счет резкого сокращения «зоны контроля» работников. В связи с этим важнейшим вопросом корпоративного управления в России является понимание адекватности его инсайдерской модели для решения фундаментальной проблемы стабилизации процессов расширенного воспроизводства в стране.

В экономике переходного типа широкое распространение получили гибридные формы организации бизнеса. Они реализуются путем заключения явных или неявных контрактов между экономическими агентами как по вертикали, так и по горизонтали. Эти формы межфирменной координации преодолевают ограничения рыночных контрактов и исключают полную консолидацию деятельности предприятий (в противоположность фирме), именно поэтому в мировой экономической литературе они названы гибридными. К ним относятся холдинги, официально зарегистрированные ФПГ и группы фирм, объединенных использованием натуральных расчетов. В этом случае обеспечивается эффективная координация взаимодействия производителей вдоль всей технологической цепочки, но не на базе объективного ценового фактора, а на основе субъективных договоренностей (зачастую устных контрактов) экономических агентов, теряющих больше в случае отсутствия подобных соглашений.

Таким образом, вертикальные и горизонтальные, явные и неявные контракты в форме корпораций, возникающих в результате сделок слияний и поглощений, выступают в российской практике аналогами так называемых вертикальных ограничений в развитой рыночной экономике, имеющими специфические черты, привнесенные переходным состоянием российского хозяйства.

.2 Концепция стоимостного подхода как основа сделок по слиянию и поглощению

Особенностью современного этапа развития экономики России и отдельно взятого предприятия является определение постоянно изменяющихся условий его функционирования. Это обусловлено, в первую очередь, активным реформированием экономических основ хозяйствования, в том числе интеграцией России в мировое сообщество, проводимой модернизацией страны с целью преодоления её экономической слабости, экономического укрепления государства и достижения его устойчивого и конкурентоспособного развития. В этой связи, следует отметить важность проблемы, связанной с определением оценочных параметров экономической эффективности реструктуризационных преобразований промышленных предприятий.

С точки зрения теоретических и практических аспектов выявления экономической эффективности функционирования промышленных предприятий может послужить показатель улучшения их деятельности на основе таких критериев как рост прибыльности, рост объемов производства, в то время как реструктуризацию характеризуют, например, инвестиции в основные фонды и/или активы. Поскольку результат деятельности предприятия всегда связан с его основной целью, то стремление экономического объекта достигнуть предпочтительного для него состояния определяет целенаправленность действий, что в ходе проведения реструктуризации обуславливает процесс преобразования количественных показателей в качественные.

С этой целью необходимо рассматривать эффективность реструктуризации как экономическую категорию, которая предусматривает способ достижения наилучшего результата (повышения устойчивости, платежеспособности, престижа, деловой активности и т.д.) и максимальной отдачи в ходе проведения реструктуризационных преобразований при наименьших потерях.

В отличие от традиционной концепции максимизации прибыли, концепция стоимостного подхода к управлению дает возможность по-иному взглянуть на процесс реструктуризации и реорганизации предприятий, на саму возможность проведения этих мер, а также на теоретические основы реструктуризации и реорганизации предприятий.

Неотъемлемой частью концепции управления стоимостью является стоимостная оценка: оценка созданной стоимости компании и возможностей ее увеличения в результате структурной и организационной перестройки компании; оценка стоимости альтернативных стратегий компании и стоимости конкретных программ в рамках этой стратегии. С этой точки зрения процессы реструктуризации и реорганизации выступают способом повышения стоимости компании, и необходимость их применения не продиктована кризисом, наступающим или наступившим. Стоимость - ее создание, оценка, взаимосвязи - составляет суть методов управления стоимостью.

Если при стоимостной оценке компании выясняется, что между стоимостью, которую фактически создает компания, и потенциальной стоимостью, которая достижима при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостный разрыв, то это уже означает наличие возможности реструктуризации и реорганизации. Стоимостный разрыв - это разница между текущей дисконтированной стоимостью прогнозируемых денежных потоков при сохранении существующих условий и текущей дисконтированной стоимостью денежных потоков при реструктуризации и реорганизации компании.

Важно отметить, что наличие этой разницы не означает, что компания не получает прибыль, и уж тем более не доказывает, что обязательно наступит кризисная ситуация. То есть предкризисная или кризисная ситуации, безусловно, предполагают существование стоимостного разрыва, но наличие стоимостного разрыва не означает наступление предкризисной или кризисной ситуации.

Можно говорить о предполагаемом кризисе, если прослеживается тенденция снижения стоимости компании, если, конечно она не обусловлена внешними факторами, и не носит прогнозируемый временный характер (циклические сезонные колебания).

Независимо от того, кто выступает инициатором реструктуризации, целью ее является повышение эффективности деятельности и увеличение рыночной стоимости компании.

Стоимостный анализ компании при реструктуризации фактически сосредотачивается на том, как выделить ту часть обоснованной рыночной стоимости, которая необходима для осуществления планируемой деятельности, а остальные ресурсы, не являющиеся необходимыми для выполнения основных задач новой компании, обратить в денежный поток.

Очевидно, что с этой точки зрения необходимо установить стоимость отдельных частей рассматриваемой компании, тщательно исследуя каждую предпринимательскую единицу и все принадлежащие ей активы существенного размера, а затем найти путь, позволяющий не только улучшить характеристику денежных потоков от производственной деятельности, но и определить рыночную стоимость тех ресурсов, от которых можно избавиться.

С аналитической точки зрения этот метод аналогичен определению текущей стоимости. Главное отличие - расчеты, в которых делается скидка на будущее увеличение денежных потоков, а также учитывается стоимость подразделений или излишков активов, от которых фирма избавилась.

Главное, что привлекает инициатора реструктуризации, - конечно же, получение контроля над более высокими суммами денежных потоков.

Отметим еще два аспекта, которые влияют на общую картину. Если компания в результате реструктуризации переходит к другому владельцу (при слиянии или поглощении), то база для расчета износа и амортизации соответствующих активов обычно растет, так как сделка осуществляется по более высоким ценам. Такое увеличение из-за эффекта налоговых льгот увеличит общую сумму денежных потоков, поскольку налог на прибыль уменьшится.

Также если из-за реструктуризации увеличится «плечо» финансового рычага (что обычно и происходит при финансировании за счет увеличения долга), то это благоприятно отразится на доходности собственного капитала даже при уменьшении стоимости денежных потоков. Стоимость изменится из-за увеличения рискованности, так как стоимость долга - одна из составляющих средневзвешенной стоимости капитала - вырастет, а ставка дисконтирования упадет, таким образом, текущая дисконтированная стоимость снизится.

Таким образом, сама возможность реструктуризации и реорганизации кроется в существовании стоимостного разрыва компании, а необходимость проведения этих мероприятий обусловлена стремлением повысить рыночную стоимость компаний, собственного капитала.

Другой важный вопрос в области реструктуризации и реорганизации компаний - это методологический подход. Дело в том, что все попытки исследовать данную проблему на основе теории равновесия приводят к противоречиям в рассуждениях, и более того, применительно к российской действительности, на многие вопросы эта теория не дает ответа. Попытаемся к некоторым проблемам, связанным с реструктуризацией и реорганизацией компаний, подходить с учетом современной ситуации, которая характеризуется не равновесием, а наоборот - высокими темпами экономических изменений.

Результатом нормального развития компании является расширение. Для осуществления таких целей, как удовлетворение спроса на свою продукцию, открытие новых производств, освоение новых областей услуг, использование новых, перспективных возможностей на освоенных и новых рынках, с существующими и новыми видами продукции, необходима новая стратегия, позволяющая реализовать их. Это, в свою очередь, может потребовать решения задач, связанных с организационной структуры - «линии» подчинения функциональных единиц, стиль и процесс управления, кадровая политика, «зоны» контроля руководителей разных уровней.

Иначе говоря, процесс расширения можно понимать не только как внутреннюю экспансию, которая характеризуется приобретением активов. Предприятия также вовлекаются в процесс внешней экспансии, которая характеризуется приобретением предприятий, т.е. внешним расширением, когда все существенные виды деятельности двух компаний объединяются в рамках единой собственности. Этот процесс называется слиянием и, как показывает мировая практика, повышение активности в области слияний компаний совпадает с относительно высокой активностью фондового рынка и с высокими курсами акций.

Экономика США пережила четыре большие периода слияний. Для российской экономики это относительно новое явление. Надо отметить, что существующие законы, регламентирующие порядок механизмов слияний компаний, нуждаются в совершенствовании. В этой области практика ушла дальше от соответствующей нормативно-правовой базы. Кроме того, проблема заключается также в отсутствии необходимой методологической базы, экономически обоснованных механизмов управления процессами слияний, научно обоснованных инструментов реализации целей и задач слияний компаний. Безусловно, опыт стран, переживших не одну волну слияний, полезен, но российская экономическая действительность требует учета особенностей развития национального рынка, а также процессов, связанных с глобализацией экономики на международном уровне.

На современном этапе развития российской экономики процессы слияний предприятий происходят на фоне продолжающейся инфляции, нестабильности в социальной и политической сферах. Продолжается приватизация бывших государственных предприятий, начаты, но не завершены широкомасштабные реформы в энергетическом комплексе и др. комплексах народного хозяйства. Инвестиционный рынок неактивен. Продолжаются процессы глобализации и интеграции России в мировую экономику.

Главной особенностью современного этапа развития является неопределенность и повышенная чувствительность экономики России к факторам внешней среды. Это также справедливо и для корпоративного бизнеса в целом. С учетом этих обстоятельств в исследованиях в области теоретических основ слияний компаний прослеживается неадекватность подхода к экономическим изменениям ортодоксальной теории. Характер продуктивных теоретических построений в экономической науке в современных условиях меняется коренным образом. Возрастает потребность в эволюционной теории экономических изменений.

Кроме того, полная оторванность - концептуальная изоляция экономической науки от родственных ей общественных дисциплин - психологии, социологии и политологии и др. Многие открытия в этих областях помогают иначе взглянуть на причины и цели таких процессов, как реорганизация и реструктуризация при слияниях компаний. Например, исследователи поведения организаций показали, что происходящее внутри организаций лишь в первом приближении определяется технологией. А множество фактов свидетельствуют о процессах принятия решений в организациях, противоречащих идее максимизации прибыли.

Для изучения таких явлений, как вступление на рынок, уход с него, слияние фирм и изменение стратегии необходимы разработка и исследование таких эволюционных моделей, в которых стратегии фирм включают реакции на действия конкурентов и время от времени претерпевают инновационные изменения на основе более обстоятельного анализа поведения конкурентов.

Данная теория - теория эволюционных экономических изменений, наряду с концепцией приведенной стоимости при планировании капиталовложений, а также метод стоимостной оценки являются методологической основой и помогают понять и эффективно использовать реструктуризацию и реорганизацию в качестве рыночного инструмента создания обоснованной рыночной стоимости компаний и ее повышения.

Практическое осуществление реструктуризации предприятия заключается в выборе обоснованной стратегии реструктуризации, построении на ее основе комплексной программы и практической реализации программы посредством привлечения ресурсов из самых разных внутренних и внешних источников. В этой связи, следует отметить, что стратегия реструктуризации построена на соблюдении и выполнении основных ее целей, которые позволяют судить о ее результативности или экономическом эффекте от реструктуризационных преобразований.

Немаловажным в деятельности реструктурируемого предприятия является финансовое планирование, осуществляемое при составлении бюджета движения денежных средств и бюджета доходов и расходов. По отношению к кризисному предприятию данные механизмы направлены на повышение эффективности деятельности управляющего, находящейся в прямой зависимости от степени удовлетворения требований кредиторов (погашения кредиторской задолженности) к окончанию процесса реструктуризации. Поэтому бюджетирование как процесс разработки бюджетов отражает суть финансового планирования, как в деятельности устойчивого промышленного предприятия, так и кризисного, представляя собой и финансовый план, и способ контроля за выполнением последнего.

.3 Правовое регулирование сделок M&A в Российской Федерации

Основой регулирования процессов реорганизации в России являются следующие нормативно-правовые акты:

Гражданский кодекс Российской Федерации

Федеральный закон «Об акционерных обществах»

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»

Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг «О стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» № ОЗ-ЗО/пс

Закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» №948-1

Закон «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг» № 117-ФЗ

Гражданский кодекс Российской Федерации закрепляет основы реорганизации юридических лиц. В статье 57 закрепляются формы осуществления реорганизации, в качестве которых, в том числе, выделяются слияния и присоединения. Также статья 57 Гражданского кодекса указывает на возможные запреты проведения реорганизации уполномоченным государственным органом и на момент, с которого юридическое лицо считается реорганизованным.

На следующем уровне правового регулирования находятся Федеральные законы «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг».

Реорганизация акционерных обществ подпадает под юрисдикцию Федерального закона «Об акционерных обществах», который расширяет и конкретизирует формы реорганизации и описывает каждую из них в соответствии с ее особенностями, которые будут рассмотрены позднее, а также законом определяются права и обязанности\* акционеров в зависимости от их доли в уставном капитале общества, в том числе имеющие место при реорганизации компании.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» рассматривает этапы эмиссии ценных бумаг, в том числе при реорганизации компаний. Отдельным нормативно-правовым актом, рассматривающим процесс и этапы эмиссии ценных бумаг, является Постановление Федеральной комиссии по ценным бумагам № ОЗ-ЗО/пс «О стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг».

Пункт 1 статьи 17 Федерального закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» в целях недопущения монополистической деятельности устанавливает ограничения на сделки по слияниям и присоединениям коммерческих организаций. В случае, если суммарная балансовая стоимость активов таких организаций превышает 200 000 МРОТ, то подобные сделки могут быть осуществлены только с предварительного согласия антимонопольного органа, то же самое касается и одобрения покупки более чем 20% акций с правом голоса в уставном капитале. Нельзя оставить без внимания последние намерения МАП РФ внести поправки в Федеральный закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках». Правительство РФ уже одобрило законопроект, увеличивающий до 3 млрд. руб. минимальный размер совокупных активов компаний, сделки по слиянию и поглощению которых подлежат предварительному контролю со стороны антимонопольных органов. Также возможно вовсе отменят ограничение величины покупаемого пакета акций. 12

Согласно ст. 15 Федерального закона «Об акционерных обществах» реорганизация общества существует с следующих формах: слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование. Как отмечалось ранее, термин «поглощение», а также его частный случай недружественное поглощение - российским законодательством никак не закреплен.

К сожалению, Федеральный закон «Об акционерных обществах» со всеми изменениями и дополнениями, которые в значительной мере усложнили ряд основных корпоративных процедур, в определенной степени создал благоприятный климат для миноритарных акционеров, нанятыхпри рейдерских захватах. Согласно п.2 ст.53 Закона акционерам представляется возможность предложения кандидатов для избрания в Совет директоров акционерного общества при проведении внеочередного собрания, тем самым упрощается процедура назначения «своих» людей компанией-захватчиком. Необходимо отметить, что в старой редакции Федерального закона «Об акционерных обществах» акционерам подобное право не предоставлялось.

1.4 Определение синергетического эффекта при слиянии и поглощении

Часто приобретение или поглощение компаний обосновывают ожидаемой экономической выгодой от синергического эффекта. Хотя многие исследования практических случаев и заставили сомневаться, всегда ли слияние фирм столь взаимовыгодно, как хотелось бы, логично предположить, что соединение двух отдельных предприятий, особенно принадлежащих к одной отрасли, может улучшить эффективность производственной деятельности.

Примерами синергического эффекта могут служить более полная загрузка производственных помещений, оборудования или торговых складов, устранение дублирующих транспортных маршрутов или объединение некоторых видов деятельности: маркетинга, торговли, обслуживания, управления. Эти преимущества возможны также и при объединении компаний, деятельность которых дополняет друг друга, или даже компаний, работающих в совершенно разных отраслях.

Синергический эффект может проявляться в двух направлениях. Прямая выгода - это ощутимое увеличение денежных потоков, то есть снижение издержек в результате объединения и сокращения оборудования, площадей и численности персонала, и более высокая величина контрибуции из-за упрочения позиции на рынке и увеличения размеров обслуживаемой территории. Конкретную величину прироста денежных потоков можно вычислить в процессе планирования приобретения или слияния компаний. Конечно же, качество таких оценок будет зависеть от того, насколько количественно измеримы возможности для улучшения деятельности. Скорее всего, в этом случае повлияют и налоговые льготы, и эффект рычага.

Косвенная выгода заключается в том, что акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора, а потому их рыночная стоимость, отражающая увеличение денежных потоков, возрастет. Аналитики фондового рынка и инвесторы обычно ожидают, что слияния, которые дают синергический эффект, не только сделают компанию более прибыльной, но и, возможно, ускорят ее рост, усилят ее позиции на рынке или уменьшат колебания прибыли - ведь цикличность деятельности одного предприятия компенсируется цикличностью другого.

Со временем такой пересмотр стоимости может снизить премию за риск компании, уменьшить затраты ее капитала, а также улучшить ожидаемое значение соотношения цены и прибыли на акцию.

Увеличение прибыли, которое, возможно, получится в результате слияния компаний, можно увидеть в той степени, в какой оно поддается измерению. Для этого аналитики используют два прогнозных отчета о прибылях и убытках. В одном из них прогнозируемая чистая прибыль и денежные потоки показаны для каждой компании отдельно, а в другом - отражена деятельность объединенной компании со всеми воображаемыми улучшениями. Эти документы затем могут стать основой для сравнительного анализа, расчета стоимости различными методами, включая анализ текущей дисконтированной стоимости, а также для выявления расчетной величины синергического эффекта за каждый год - он отражен во втором из документов.

Иногда может быть полезно определить отдельно дисконтированную стоимость всех выгод от дополнительных денежных потоков, вызванных синергическим эффектом, которые содержатся в комбинированном прогнозном документе-отчете. Потом такую текущую стоимость можно использовать как грубый ориентир при проведении переговоров по сделке, так как стоимость этих дополнительных выгод, возможно, придется учесть при установлении надбавки, которую заплатит покупатель.

Наконец, в основе определения стоимости будет лежать комбинация анализа текущей дисконтированной стоимости, некоторых кустарных эмпирических правил и эффекта огромного множества разнообразных условий, как реально ощутимых, так и неосязаемых.

Если при приобретении или слиянии компаний осуществляется обмен акциями, задача определения стоимости становится значительно сложнее и выходит за рамки простого вычисления обоснованной рыночной стоимости денежных потоков. В этом случае возникает вопрос об оценке двух различных видов ценных бумаг, так же, как и нахождение такой пропорции между обмениваемыми акциями обеих фирм, которая отражала бы их относительную ценность. Более того, часто фирме-покупателю приходится выплачивать солидную надбавку сверх объективной стоимости приобретаемой компании.

Конечно, такая надбавка повлияет на фактическое отклонение от согласованного обеими сторонами соотношения между количеством обмениваемых акций. Принятое в конце концов решение о пропорциях при обмене, то есть о стоимости и надбавке, будет результатом переговоров и в некоторой степени - компромисса и взаимных уступок.

Так как при этом определяется стоимость акций двух компаний, то сложности, связанные с характером и объемом торгов на фондовом рынке, могут быть довольно серьезными. Если, например, большая, завоевавшая прочные позиции компания приобретает новую, быстрорастущую фирму, оценка рынком реальной стоимости акций компании-покупателя будет, скорее всего, гораздо более достоверной, чем оценка акций приобретаемой компании, которые не имеют широкого хождения и мало кому известны. Но даже если акции обеих компаний в одинаковой степени представлены на рынке, присущие им обеим особенности и различия в характере деятельности могут проявляться также и в существенном отличии между соотношением цены и прибыли.

На деле это означает, что работа одной из компаний оценивается рынком ниже, чем работа другой. Такая разница повлияет на определение стоимости акций и величину окончательно согласованной цены.

Главная цель менеджеров любой компании - принимать такие решения в области финансовой, инвестиционной и производственной деятельности, которые приведут со временем к росту стоимости акционерного капитала.

То, что было сказано относительно определения стоимости денежных потоков фирмы и вопросов, связанных с реорганизацией, подтверждает, что менеджеры обязательно должны пересматривать стратегию и тактику, которыми руководствуется компания, проверяя, выполняет ли компания свою главную обязанность - создание инвестиционной стоимости акционерного капитала. Увеличение стоимости акционерного капитала зависит от осуществления экономических инвестиций, прибыльность которых превышает ставку доходности, приемлемую для инвесторов, а также от управления имеющимися ресурсами таким образом, чтобы и денежные потоки тоже превосходили ожидания инвесторов.

Несмотря на бурные изменения, которые происходят в последние годы, самым благоприятным его результатом стало то, что менеджеры заново открыли для себя основы управленческой науки. Фактически беспристрастная проверка - «взгляд со стороны» на эффективность использования ресурсов и относительный вклад каждого подразделения в общий результат - стала обычной практикой во многих компаниях.

В последние годы был разработан ряд методов определения стоимости предприятия, основанных на установлении связи между прошлыми и ожидаемыми будущими денежными потоками, с одной стороны, и рыночной стоимостью всей компании в целом, а также относительным уровнем цен на ее обыкновенные акции, с другой стороны. Такой подход, называемый стоимостным менеджментом, используется различными консультационными фирмами, которые хотят проследить, какая взаимосвязь существует между действиями менеджеров и стоимостью акционерного капитала. Более того, эти методы относят мышление с точки зрения денежных потоков к числу движущих сил настоящего менеджмента, так как они были задуманы для формирования набора внутренне согласованных экономических принципов, которые и должны направлять процессы планирования в компании, ее инвестиционную политику, выбор финансовых альтернатив и текущие решения, касающиеся производственной деятельности, в русло увеличения стоимости акционерного капитала.

Таким образом, проблема определения стоимости включает в себя два вопроса:

Прогнозирование доходов от использования активов.

Выбор экономического критерия для измерения этих доходов.

Стоимость имеет множество форм, но окончательная оценка бизнеса должна основываться на попытке выразить экономический компромисс между риском и доходами в форме денежных потоков - полученных и израсходованных фондов.

Инвесторы подходят к определению стоимости предлагаемых вложений капитала в зависимости от своей индивидуальной склонности к риску. Таким образом, инвестиционная стоимость - это функция, зависящая от индивидуальных и коллективных склонностей к риску.

Методы определения стоимости бизнеса, по своей сути, - это способы, с помощью которых можно попытаться представить имеющиеся в распоряжении аналитика объективные данные в количественном виде. Такое количественное определение всегда остается частично субъективным, а частично подверженным воздействию сил, не подвластных конкретным участникам сделки.

Хотя показатели фондового рынка и относятся к конкретному моменту, стоимость обыкновенной акции в любое время зависит от комбинации переменных величин: остаточных требований, будущих ожиданий, оценки общего и специфического риска - и подвержена влиянию экономических и коммерческих условий, а также решений менеджеров и Совета директоров.

Причины искажения стоимости бизнеса те же, что и других типов финансового анализа:

изменение уровня цен;

условности бухгалтерского учета;

экономические условия;

изменения рыночной конъюнктуры;

множество других субъективных трудноуловимых факторов.

Определение стоимости компании при ее слиянии (поглощении) - одна из наиболее сложных задач, с которой только может столкнуться аналитик. Оно требует навыков прогнозирования прибыли и денежных потоков, оценки степени риска и интерпретации влияния комбинации методов стоимостного управления, объединения производственной деятельности и совместного использования ресурсов.

Создание и повышение стоимости компании (акционерного капитала) - это предельное выражение успешной инвестиционной, производственной и финансовой деятельности, осуществляемой менеджерами в рамках экономической сферы. Однако связь между текущей и прогнозируемой деятельностью компании в этой сфере и рыночной стоимостью ее обыкновенных акций в конкретный момент времени может не быть прямолинейной или непосредственно измеримой из-за комбинаций сил, действующих на фондовом рынке.

Рассматривая стоимостную оценку предприятия как интегральный показатель оценки эффективности реструктуризации, учтем, что стоимость предприятия может увеличиваться как за счет приобретения новых объектов недвижимости, так и за счет эффективного использования существующих. Увеличение стоимости за счет роста денежного потока показывает эффективность использования имеющихся ресурсов и повышает их ценность.

Для оценки эффективности реструктуризации предлагается не только определить будущую стоимость предприятия, но и рассчитать изменение стоимости за период проведения преобразований по следующей формуле:

Δ PV = PVk./ РVн ,

где Δ PV - изменение стоимости предприятия за время проведения реструктуризации; РVн - стоимость предприятия до реструктуризации; PVk. - стоимость предприятия после реструктуризации.

При значении ΔPV>1 соответствует увеличению стоимости предприятия после проведенных преобразований и характеризует эффективность проводимых мероприятий; значения ΔPV=1 и ΔPV<1 соответствуют уменьшению стоимости.

Таким образом, комплексный подход к оценке преобразований позволяет определить эффективность анализируемого проекта реструктуризации для предприятия в плане его экономического роста и развития. В результате проведения всей группы расчетов предприятие получит значительный объем данных, всесторонне характеризующих процесс реструктуризации, которые также используются при определении общей потребности в инвестиционных ресурсах на предприятиях, разработке и вариантном моделировании программ реструктуризации и реконструкции предприятия, оптимизации этих программ с выделением приоритетных и наиболее эффективных направлений в условиях недостатка финансовых средств, а также при решении других задач экономической политики субъектов хозяйствования.

При оценке экономической эффективности реструктуризации промышленного предприятия на основе комплексного подхода, в качестве базового предлагается использование интегрального показателя - оценка рыночной стоимости предприятий. Взаимосвязь оценки стоимости предприятия и его основных экономических показателей, характеризует интегральную природу показателя рыночной стоимости (PV).

Таблица 2

Анализ эффективности синергизма в процессе реструктуризации предприятия

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Форма преобразования при реструктуризации | Характер влияния на стоимость предприятия | Определение синергетической эффективности | Значение синергетической эффективности |
| Реструктуризация предприятия без изменения статуса юридического лица | Изменения стоимости за счет оптимизации структуры капитала | SE = PCV2 / PCV1 | > 1.2 |
| Расширение | Изменения стоимости за счет интеграции капитала | SE = PCV / Σ PVt | > 1.5 |
| Сокращение | Изменения стоимости за счет диверсификации капитала | SE = PCV / Σ PVi | > 1.8 |
| Преобразования | Изменения стоимости за счет реформирования структуры капитала | SE = PCV1 / PCV2 | > 1.4 |

Экономические выгоды предполагаемого слияния возникнут только при условии, что рыночная стоимость компании, созданной в результате слияния, выше, чем сумма стоимостей образующих ее фирм до их объединения.

Допустим, что образовавшаяся после поглощения компания имеет рыночную стоимость , а стоимости компаний А и Б до их объединения равны и соответственно, тогда выгоду от слияния () получим из выражения:

.

Слияние экономически оправдано, если эта разность положительна.

Рассмотрим случай покупки компании Б с немедленной оплатой. Издержки () приобретения компанией А компании Б можно определить как разность между уплаченными компанией А за нее денежными средствами () и стоимостью компании Б как отдельной хозяйственной единицы ():

.

Разность между выгодами и издержками, это чистая приведенная стоимость () для владельцев компании А, возникающая от поглощения компании Б.



.

Следовательно, если чистая приведенная стоимость имеет положительное значение (>0), то поглощение целесообразно проводить.

Подобный критерий целесообразности слияния учитывает два важных момента. Прежде всего, при оценке преимущества слияния или поглощения внимание сконцентрировано на потенциально возможных выгодах. И второе, анализ издержек поглощения помогает понять способ распределения этих выгод между участвующими компаниями, что в свою очередь помогает оценивать возможную реакцию инвесторов. Поэтому начинать оценку с информации о рыночной стоимости () отдельной компании Б и только потом учитывать изменения в потоке денежных средств, которые будут обусловлены слиянием, представляется более эффективным.

Необходимо понять, почему две компании, объединившись, будут стоить дороже, чем по отдельности.

Тот же подход применим и к анализу операции по продаже части бизнеса. Если желание продать бизнес аргументировано тем, что бизнес не приносит прибыли и поэтому его необходимо продать, то надо учесть, что в вырученной от продажи бизнеса цене отразится неутешительная перспектива неспособности покупателя управлять этим бизнесом более эффективно, чем это удавалось продавцу.

В практике финансового управления иногда можно столкнуться с убежденностью менеджеров в том, что эффективность и привлекательность слияния будут обеспечены, если следовать простым правилам:

Приобретаемая компания должна быть из растущей отрасли.

Компанию удается купить по цене ниже ее балансовой стоимости.

Однако и при покупке компании следует применять тот подход и те критерии для правильно обоснованного инвестиционного решения, которые были рассмотрены выше. В результате принимаемого инвестиционного решения стоимость компании возрастет только в том случае, если возникнут либо экономические выгоды, либо такие конкурентные преимущества, достичь которых не в состоянии другие фирмы, в том числе менеджеры компаний - объектов потенциального слияния.

Наконец, надо учесть то обстоятельство, что в процессе покупки компании очень часто покупатели-фирмы конкурируют друг с другом. Возникает ситуация, похожая на аукцион. В таких случаях нужно определить, действительно ли искомая компания для вас, как покупателя, ценнее, чем для других фирм. Если ответ отрицателен, следует отказаться от покупки, при этом результат - это потеря времени. В противном случае, покупка данной компании обойдется очень дорого.

Издержки, возникшие в процессе слияния, представляют собой премию (или надбавку), которую покупатель платит за компанию сверх ее стоимости как отдельной экономической единицы. Проблема определения издержек в случае слияния с оплатой в денежной форме {Не в обмен на акции } решается просто. Однако надо иметь в виду, что если инвестор предвидит намерение компании А приобрести компанию Б, то рыночная стоимость акций компании Б не может служить адекватной мерой ее стоимости как независимой хозяйственной единицы. Поэтому, учитывая это обстоятельство, удобнее несколько изменить вышеуказанную формулу определения издержек слияния:



,

где

- приведенные издержки слияния компаний А и Б;

- денежные средства, выплаченные компанией А за приобретение компании Б;

- рыночная стоимость компании Б;

- приведенная стоимость компании Б, то есть рыночная стоимость компании Б после ее слияния с компанией А;

- издержки слияния компаний А и Б (премия к рыночной стоимости компании Б).

Приведенные выше формулы вновь указывают на проблему разграничения таких понятий, как рыночная стоимость и подлинная, или «внутренняя», стоимость компании как отдельной хозяйственной единицы (приведенная стоимость). Эта проблема состоит отнюдь не в том, что рыночная стоимость представляет собой ложную оценку, а в том, что она может не показывать стоимость компании как отдельной единицы.

Отметим существенное отличие разных способов проведения слияния - покупки компании с оплатой деньгами или акциями. Если выбран первый способ, издержки слияния не зависят от величины экономических выгод в этой сделке. Если же выбрано финансирование акциями, тогда, напротив, издержки слияния зависят от выигрыша, так как последний проявляется в рыночном курсе акций, который образуется после слияния.

В реальных ситуациях реорганизации предприятий очень велика роль неформальных соображений и даже личных связей руководителей, которые здесь следует рассматривать, скорее, как объективный, а не субъективный фактор. Тем не менее, использование количественных оценок реструктуризации позволяет повысить экономическую обоснованность принимаемых решений, избежать выполнения заведомо неоптимальных, и неэффективных программ. Поэтому ожидаемый эффект реструктуризации промышленных предприятий характеризуется следующими абсолютными показателями: изменение инвестиционного потенциала предприятий, обеспечивающее реализуемость программ разработки новых товаров и закупки нового; снижение себестоимости продукции (постоянных, и возможно переменных; увеличение выручки предприятий (путем повышения конкурентоспособности и рыночного спроса на продукцию); повышение прибыли и рентабельности реструктуризированных предприятий; ослабление рисков изменения спроса, выручки, затрат и прибыли.

.5 Зарубежный опыт слияний и поглощений

На протяжении двадцатого столетия проблемы экономической концентрации, слияния и поглощения компаний вызывали активный научный и общественный интерес. Многие экономисты видят в этом одно из важных проявлений рыночной дисциплины. По их мнению, конкуренция на рынке корпоративного контроля может обеспечивать переход компании в руки более эффективных руководителей. С другой стороны, первая же волна слияний продемонстрировала, что интеграция осуществлялась для обеспечения более прочных монопольных позиций расширявшейся фирмы. Все это вызвало к жизни активные споры о роли слияний и поглощений в современной экономике и дискуссии относительно оптимальных форм государственного регулирования указанных процессов.

Анализ развития американской экономики с конца ХІХ века позволил исследователям выделить определенные «волны» слияний и поглощений (этапы экономической концентрации) со средней периодичностью в 15-20 лет (табл.1). Такие «волны» отличались своими масштабами - например, первая волна 1887-1904 годов непосредственно затронула предприятия обрабатывающей промышленности, на которых в 1900 году было сосредоточено не менее 15% всех рабочих и служащих .

Таблица 3.

Волны слияний и поглощений в США и меры государственного регулирования

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Волны слияний и поглощений | Основные формы | Государственное регулирование |
| 1893 - 1904 гг. (монополистическая) | Горизонтальные слияния (тяжелая промышленность). Стремление компаний трансформироваться из региональных в национальные. «Слияния для монополии» | Принято законодательство, запрещающее картельные соглашения. |
| 1922 - 1929 гг. (олигополистическая) | Вертикальные и горизонтальные слияния, приведшие к созданию олигополий (помимо тяжелой промышленности, пищевая, химическая, угледобывающая, финансовые институты) Стремление компаний усилить монополистическую мощь и расширить сегменты своего рынка | Изменения 1920-х годов в системе коммуникаций, транспорта и технологии многих отраслей США |
| 1940-1948 На фоне роста экономики («волна заката») | Третья волна горизонтальных слияний. Дружественные поглощения небольших частных компаний крупными | Изменения в налоговом законодательстве, хотя убедительных рациональных объяснений нет |
| 1955 -1969 (конгломеративная волна 1967-1969 в период быстрого роста) | 1. Завершение эры горизонтальных слияний. Создание конгломератов на основе слияний и поглощений. Наиболее активно - автомобильная и аэрокосмическая отрасли. 2. Отход от широко распространенной (фактически основной) практики недружественного захвата контроля над Советами директоров через голосование по доверенности без покупки контролирующей доли. В середине 1950-х годов на смену голосованию по доверенности пришли тендерные предложения на покупку акций. | 1. Принятие в 1950 г. акта Celler-Kefauver, который дал возможность признавать слияния, ведущие к монополистической концентрации в отрасли, противозаконными 2. Со второй половины 1950-х годов издержки голосования существенно возросли: Комиссия по ценным бумагам США в 1955 году изменила требования к голосованию по доверенности (стали необходимы предварительная экспертиза документов, подаваемых в комиссию перед сбором голосов, полное раскрытие имен тех, кому отдаются голоса, информирование об этом всех акционеров). С 1964 года эти требование еще более ужесточены. В итоге вероятность успеха оспаривания действий сборщиков доверенностей в суде резко возросла. |
| 1981 - 1989 гг. | Все известные типы слияний (горизонтальные, вертикальные, конгломеративные и др.). Все отрасли. Жесткие поглощения конгломератов и деконгломератизация (распродажа захваченных компаний по частям). Развитие LBO (выкуп компаний в кредит) | - |
| 1990-е гг. Спад волны слияний, при некотором оживлении после 1993 г. с началом периода роста после 1998 г. | Формы и отрасли аналогично предыдущей волне. Слияния с образованием конгломератов наименее популярны. Преобладает горизонтальный тип слияния как реакция на жесткую конкуренцию в условиях меняющихся рынков, неопределенность внешней среды, глобализацию экономики (например, сталелитейная промышленность, интернет-технологии, финансовые институты). | Ожидаемое создание европейского экономического и валютного союза. В то же время заметное ужесточение законодательства и правоприменения: законодательно приняты противопоглотительные поправки (ограничение на использование заемных средств при поглощении), судебное преследование за сделки с инсайдеровской информацией (а также усилившееся сопротивление менеджеров поглощению, рост банкротств поглощенных в ходе обратного выкупа компаний) |

Характерной чертой так называемой «конгломеративной» волны 1960-х годов стало формирование большого числа корпораций-конгломератов. Наиболее активно они создавались в автомобильной и аэрокосмической отрасли. К концу 1960-х годов на конгломератные сделки приходилось от 1/2 до 2/3 всех слияний и поглощений на американском рынке корпоративного контроля.

В 1950 году Конгресс одобрил поправку Селлера-Кифовера к 7-ой статье антитрестовского закона Клейтона. В соответствии с этой поправкой американские суды стали полагать, что и горизонтальные слияния, в которых одна или две компании являются рыночными лидерами, нарушают статью 7. Как нарушение статьи 7 стали рассматриваться и многие варианты вертикальных слияний, особенно интеграция, которая предполагает существенные ограничения независимости участников.

Поэтому и развитие конгломератных слияний в американской экономике на протяжении 1960-1970 годов чаще всего объясняли жесткими антитрестовскими ограничениями, которые создавали барьер на пути горизонтальной или «стратегической» вертикальной интеграции.

Однако появление больших корпораций-конгломератов вело к ослаблению рыночной дисциплины и порождало неэффективное перераспределение ресурсов. Дело в том, что руководство конгломератной компании обычно стремилось «справедливо» распределить капиталовложения между своими предприятиями, причем особенно большие средства часто направлялись на поддержку или реконструкцию менее конкурентоспособных предприятий.

Как только эта тенденция стала более отчетливой, она вызвала соответствующую реакцию финансового рынка: если на протяжении 1960-х годов информация о предполагаемом конгломератном поглощении непременно вызывала благоприятную реакцию финансовых рынков, то в 1980-х годах рыночная реакция радикально изменилась - теперь такие объявления чаще всего вели к падению рыночного курса акций корпорации-покупателя.

В период реформ рейгановской администрации требования антитрестовского регулирования стали более гибкими и либеральными. В это время все очевидней обнаруживалась нежизнеспособность ряда гигантских «хозяйственных империй» и конгломератов. Именно тогда все отчетливее стала проявляться тенденция к их дроблению и уменьшению их резервов - они чаще всего становились объектом новых слияний и поглощений. При этом корпорации-конгломераты использовали различные методы «сжатия» сферы своих хозяйственных операций:

продажи - sell-offs (обособление подразделения компании в качестве особого юридического лица, чаще всего дочерней (зависимой) корпорации);

дивестиции - divestitures (полное отчуждение материальных активов (за деньги или ценные бумаги) торговому партнеру - уже существующей фирме);

акционерные "отщепления" - equity carve-outs (промежуточная форма - «отщепляемое» подразделение становится открытой корпорацией и прибегает к публичному предложению своих акций на первичном рынке).

При использовании акционерных «отщеплений» корпорации, как правило, выставляли на «частичную» продажу наиболее перспективные свои подразделения (которые демонстрировали более высокие темпы роста и более высокую рентабельность по сравнению с остальными подразделениями компании). Для того чтобы не потерять контроль над ними, на продажу выставлялась сравнительно небольшая часть акций для привлечения финансовых ресурсов, необходимых для ускоренного роста «отщепляемого» подразделения.

Одним из факторов, способствующих интенсивной реорганизации корпораций, стало ускорение инфляции. К концу 1970-х годов во многих экономически развитых странах темпы инфляции впервые за послевоенные годы стали измеряться двузначными числами. Быстро нараставшая инфляция сказалась и на движении коэффициента q Тобина: если в 1965 году в США этот показатель достигал 1,3, то к началу 1980-х годов он упал до рекордно низкого уровня в 0,5. Иными словами, приобретение акций по их рыночному курсу позволяло обеспечить акционерный контроль и утвердить собственность на производственные мощности и другие реальные активы, уплатив при этом в среднем лишь половину их восстановительной стоимости.

К началу 1980-х годов в американской экономике произошло нарастание очередной волны слияний и поглощений. Для этой «волны» характерной чертой стал переход к закрытым компаниям. Это была реакция на угрозу агрессивных поглощений. По некоторым оценкам на протяжении 1980-х годов почти каждая вторая крупная американская корпорация получила предложение по поводу продажи или обмена своих акций и последующего слияния или поглощения. Операции рейдеров вроде К.Айкана или Т.Б.Пиккенса наводили страх на руководство многих корпораций. Речь идет об особом бизнесе, который развился на гребне волны: приобретение фирмы рейдером, ее реорганизация и последующая продажа по более высокой цене. Как показали исследования, реструктуризация компаний после их приобретения рейдером зачастую оказывалась более радикальной и более последовательной, чем те преобразования, которые обычно обеспечивает мониторинг, ранее осуществлявшийся инвестором.

В такой ситуации все более привлекательными становились такие проекты реструктуризации открытых корпораций, которые приводили к закрытым формам. Это обеспечивало более надежную защиту от угрозы насильственного перехвата корпоративного контроля. Особенно широкое распространение получила реструктуризация в форме выкупа акций и организации на базе приобретенной компании фирмы с "закрытым" частным владением. При этом выкуп чаще всего финансировался за счет заемных средств, поэтому эту форму экономической концентрации связывали с выкупом с помощью долгового финансирования (Leveraged Buy-Out, далее LBO). В США с начала 1980-х годов от 10% до 27% всех поглощений на рынке корпоративного контроля представляли собой LBO.

Инициатором реструктуризации LBO, как правило, выступал инвестор, который специально для этого создавал некую номинальную закрытую компанию, которая и осуществляла выкуп акций. После того как операция была завершена, обе фирмы - "новая" компания-покупатель и компания-цель обычно объединялись между собой. Кредиты чаще всего брались под залог имущества, принадлежавшего покупаемой компании, а срок банковской ссуды, как правило, не превышал 7-ми лет.

После того как сделка была завершена, новые владельцы во многих случаях сразу же приступали к реорганизации компании-цели. Значительную часть «лишних» активов инициаторы LBO продавали, используя вырученные средства для частичного погашения большой задолженности фирмы.

После того, как закрытые частные компании завершали процедуру выкупа, новый состав их руководства мог принять решение о возвращении к статусу открытого акционерного общества. Следует отметить, что около половины всех американских фирм, которые использовали подобный выкуп на протяжении 1979-1986 годов, вернулись к публичному размещению своих акций к середине 1990 года.

На рубеже 1980-1990 годов в США стал наблюдаться серьезный кризис в области экономической концентрации, который коснулся рынка низкокачественных «мусорных» обязательств, и заметно снизил активность в этой сфере.

Однако интенсивный рост американской экономики на протяжении 1990-х годов вызвал к жизни новую волну слияний и поглощений. Эта волна количественно и качественно отличалась от предыдущей. Общая сумма сделок в области слияний и поглощений к 1999 году достигла небывалого уровня - 15% от ВВП (GDP) США.

Если в 1980-х годах преобладали операции, связанные с переходом к закрытым формам собственности, то в 1990-е годы наблюдался возврат к статусу открытого акционерного общества. В этот период компании, как в случае объединения, так и в случае «дробления» чаще всего предпочитали сохранять статус открытых акционерных обществ. Так, согласно статистике, в 1990-х годах совокупный капитал компаний, которые перешли к закрытым формам предпринимательства, не превышал 0,2-0,3% от общей капитализации рынка акций (в 1988 году это отношение достигло рекордного уровня в 2,5%).

Если в 1980-е годы операции слияния и поглощения наиболее интенсивно финансировались за счет «долгового финансирования» и эмиссия низкокачественных («мусорных») обязательств, то в 1990-е годы эти источники использовались в меньших масштабах. В первой половине 1990-х годов заметную роль стала играть чистая эмиссия акций, выпускаемых американскими финансовыми корпорациями, а на протяжении второй половины 1990-х годов вновь наметилась тенденция к чистому выкупу акций.

Еще одно отличие: если в 1980 году институциональным инвестором принадлежало менее трети всех акций, то к концу 1990-х годов их доля превысила 50%. Кроме того, в 1990-е годы получила дальнейшее развитие тенденция к специализации и "фокусированию" хозяйственной деятельности сильно диверсифицированных компаний. Теперь эти операции чаще ориентировались на использование новых технологий, на совершенствование средств сбора, обработки и передачи информации, на преуспевание фирмы в условиях глобализации товарных и финансовых рынков. С этой точки зрения примечателен перечень корпораций и отраслей, в которых осуществлялись наиболее крупные объединения 1990-х годов:

"АТТ" - телекоммуникации (вторая по величине за всю историю американских слияний и поглощений сделка, около 19 млрд. долл.),

"Martin Marietta" и "Lockhead" - космические аппараты, ракетно-авиационный бизнес (10 млрд. долл.),

"Viacom" - видеобизнес (8 млрд. долл.),

"American Home Products" - фармацевтическая промышленность (9,5 млрд. долл.).

На протяжении 1980-х годов в США была создана довольно успешная система защиты от поглощений. Поэтому к 1990-м годам существенно уменьшилась возможность агрессивного поглощения. В настоящее время, как правило, большинству слияний и "дроблений" предшествуют детальные переговоры корпорации-покупателя с Советом директоров и менеджерами соответствующей компании. В случае неуспеха таких переговоров за ними редко следует тендерное предложение, направляемое непосредственно владельцам акций.

С 2002 года положительные тенденции в экономике США стимулировали оживление на американском рынке слияний и поглощений. К 2004 году в США был достигнут самый быстрый (начиная с 2000 года) рост в секторе слияний. В этом году США вышли в мировые лидеры, отодвинув Европу на 2-е место. Объем сделок, в которых объектом поглощения выступили американские компании, почти удвоился в первом полугодии 2004 года (по сравнению с аналогичным периодом 2003 года) и составил $394,2 млрд.

Столь резкий рост американского рынка был вызван несколькими крупным сделкам, среди которых поглощение инвестбанком J. P. Morgan Chase банка Bank One ($58 млрд) и покупка мобильного оператора AT&T Wireless компанией Cingular Wireless ($41 млрд).

В целом мировой рынок слияний и поглощений начал оживать в 2003 году и продолжил свой рост в 2004 году. По данным аналитической фирмы Thomson Financial, объем объявленных сделок слияния и поглощения в первом полугодии 2004 года составил $861 млрд, превысив аналогичный показатель 2003 года ($625 млрд). Это самый высокий показатель активности в первом полугодии после 2001 года, когда была достигнута отметка $906,5 млрд..

Анализ циклического характера процессов слияния и поглощения в США, выполненный американскими учеными-экономистами, позволил выявить внутренние закономерности этого процесса. Если «объединительное» поглощение недостаточно эффективно (например, поглощение, предполагавшее существенную диверсификацию хозяйственных операций), то это рано или поздно приводит к «разъединению», направленному на разукрупнение конгломерата (с помощью продаж, дивестиций, «отщеплений»). Как показали исследования Дж.Коуз и Э.Оуфек, последующая специализация, «фокусирование» хозяйственной деятельности обследованных компаний приводила к повышению эффективности деятельности и увеличению чистой прибыли корпорации в среднем через 3 года.

В Европе длительное время процессы экономической концентрации по своей активности уступали аналогичным процессам в США. Однако в последние годы наблюдается тенденция роста операций слияний и поглощений. В течение двух лет (2002-2003 годы) по общему объему сделок в этой сфере Европа устойчиво опережала США. В 2004 году уровень активности в Европе несколько снизился - в первом полугодии 2004 года по совокупному объему сделок Европа уже уступила Соединенным Штатам. В этот период в Европе объем сделок по слиянию и поглощению ($266 млрд) едва достиг величины соответствующего периода 2003 года ($267,5 млрд), даже несмотря на укрепление евро к доллару. Крупнейшей сделкой стала покупка французской фармацевтической компанией Sanofi-Synthelabo своего франко-немецкого конкурента Aventis за 51 млрд евро ($61,2 млрд).

Такое положение дел объясняется целым рядом факторов, среди которых не последнюю роль играет недостаток уверенности. На фондовых рынках все еще нет стабильности, и, хотя корпоративные прибыли в Европе растут, этого недостаточно для заключения сделок по трансформации компаний. Среди других причин, сдерживающих рост активности, называются нестабильная геополитическая обстановка, угроза повышения процентных ставок и рост цен на нефть.

Однако, поскольку потенциал для консолидации в Европе является весьма высоким, эксперты прогнозируют в дальнейшем рост сделок по слиянию и поглощению, особенно в таких отраслях, как финансовый сектор, розничная торговля, энергетика, медийный бизнес, технологии и телекоммуникации.

Во многих странах континентальной Европы сами возможности агрессивных поглощений значительно более ограничены, чем в США. Здесь масштабы не только биржевой, но и внебиржевой торговли сравнительно невелики, а акции многих фирм среднего размера (излюбленный объект поглощений) просто не поступают на рынок. Это, естественно, сдерживает развитие рынка корпоративного контроля.

Важную роль играют и особенности развития экономико-правовой инфраструктуры. Так, в Германии многочисленные законодательные ограничения распространяются главным образом на случай агрессивного перехвата контроля, тогда как во Франции сильней ощущаются общие препятствия, ограничивающие переход акционерной собственности из рук в руки, - особенно если речь идет о приобретении французских компаний иностранными собственниками.

Образцом в этом отношении может служить Япония, в которой на протяжении пяти послевоенных десятилетий не было зафиксировано ни одного агрессивного поглощения (имеет место ряд «дружественных» слияний различных компаний, но общая доля слияний в Японии на протяжении 1988-1990 годов была в 26 раз ниже, чем в США). Следует отметить, что в Японии механизм государственной политики осуществляется специфическим образом: органы регулирования обычно не принимают официальных решений, а предпочитают неформальные переговоры с фирмами в «трудных» случаях. Так, фирмы с годовым оборотом в 2 млрд. иен и выше должны ежегодно представлять в Комиссию отчет о своем участии в деятельности других компаний и отчет о предполагаемых слияниях. В действительности фирмы консультируются неформальным образом с Комиссией прежде, чем предпринять какие-либо действия, связанные с экономической концентрацией. Доминирующие слияния разрешаются:

в случае кризиса, угрожающего целому сектору или отрасли экономики;

в случае необходимости выполнения зарубежных обязательств Японии;

для поддержания курса иены;

в интересах занятости;

в случае, когда необходимо спасти предприятие от банкротства.

.6 Особенности налогового планирования на уровне предприятия при сделках M&A

Структурирование заключается в выборе организационной и правовой формы сделки, налоговом планировании, соблюдении антимонопольного законодательства, слиянии бухгалтерского учета и т.д., направленное на максимальное удовлетворение интересов обеих сторон сделки.

Если стороны сделки свободны в выборе структуры сделки, то определяющими факторами структурирования являются бухгалтерский учет и налогообложение.

Выше были указаны основные формы сделок слияния и приобретения:

Покупка активов. В основном данная форма реализуется при частичной продаже активов. В числе недостатков можно назвать необходимость получения согласия акционеров, существенные налоговые последствия, необходимость согласования в ФАС, в случаях внесения активов в уставные капиталы - восстановление НДС.

.Покупка акций. Недостатки: необходимость согласования в ФАС, налоговые последствия для продавца, конфликт с несколькими акционерами при приобретении контроля.

.Слияние (принимаются на свой баланс активы, все права и обязанности). Требуется обязательное одобрение общего собрания. Возможные варианты:

обратное слияние (приобретаемая компания сливается с покупателем, акционеры покупателя становятся акционерами покупаемой компании, акционеры приобретаемой компании получают компенсацию);

форвардное слияние (акционеры поглощаемой компании обменивают свои акции на акции поглощающей компании по согласованной цене);

дочернее слияние (создается дочерняя компания, которая сливается с приобретаемой компанией)

.Комбинация вышеперечисленного (например, покупка акций с последующим слиянием).

Основная задача налогового планирования - максимально снизить приведенную стоимость налоговых платежей не только при совершении сделки, но и при ведении бизнеса, последующей перепродаже; для покупателя снижение налогооблагаемой базы продавца может привести к снижению цены сделки.

Основные факторы, влияющие на налоговое планирование:

1. Структура сделки.

2. Организационная и правовая форма сделки.

3. Финансирование сделки.

4. Компенсации менеджменту.

5. Налоговые последствия сделки после ее свершения.

6. Юрисдикция проведения сделки.

Методы объединения бухгалтерского учета компаний подразделяются на:

метод покупки (цена приобретения и издержки относится на все приобретаемые активы и пассивы, основываясь на их справедливой рыночной стоимости);

метод объединения интересов (активы, пассивы и нераспределенная прибыль учитываются по их предыдущей учетной стоимости).

На структуру сделки по покупке бизнеса все больше влияет налоговая составляющая. То есть при планировании операции продавец и покупатель стараются найти такой способ перевода бизнеса на нового владельца, который предполагал бы наименьшие налоговые потери.

Первый вопрос, который решается при структурировании сделки, что именно будет продаваться: компания целиком или ее активы? Как показывает практика, в подавляющем большинстве случаев объектом сделки становится именно компания. Связано это, прежде всего, с проблемами при возмещении НДС. Так, если продавать предприятие как имущественный комплекс или же его отдельные активы, то с суммы выручки продавец будет обязан уплатить в бюджет НДС. При этом покупатель теоретически наделен правом принять к вычету точно такую же сумму. Однако на деле столь значительные суммы НДС, которые образуются при подобных сделках, налоговые органы обратно из бюджета «без боя» не отдают. Чтобы оспорить формальные причины отказа в возврате НДС, на которые, скорее всего, будут ссылаться налоговики, уйдет немало времени. И даже имея на руках судебное решение в свою пользу, компаниям нередко приходится потратить еще усилия, чтобы добиться исполнения законного решения суда.

Чтобы не навлекать на себя описанные выше беды, можно просто продать юрлицо, на котором числятся интересующие инвестора активы. Именно так и происходит большинство сделок M&A. При таком структурировании сделки владелец продает долю в уставном капитале или акции, и такая операция в соответствии с подпунктом 12 пункта 1 статьи 149 Налогового кодекса не облагается НДС.

Решив таким образом проблемы с НДС при продаже бизнеса, фирмы сталкиваются с вопросом обложения налогом на прибыль прироста стоимости организации. Чаще всего дочерняя компания числится в учете «мамы» по номинальной стоимости уставного капитала. При продаже «дочки» материнская компания получает сумму, значительно большую первоначального вклада. Выручка от такой операции облагается налогом на прибыль по ставке 24 процента. При этом в качестве расходов чаще всего можно зачесть только затраты на учреждение компании (уставный капитал). В результате продавец оказывается перед фактом, что должен в бюджет значительную сумму налога на прибыль.

Дабы избежать и этой «неприятности», сделку по продаже российского бизнеса структурируют с использованием зарубежной холдинговой структуры, например, кипрской. В этом случае одна кипрская фирма продает другой (также кипрской) акции (доли) российской компании, которая ведет бизнес исключительно в России. При этом так называемый прирост стоимости компании (capital gain) не облагается налогами на Кипре при условии, что фактический бизнес дочерней компании объекта покупки осуществляется только на территории РФ.

Однако есть ситуация, когда при использовании описанной схемы должен удерживаться российский налог на прибыль (подп. 5 п. 1 ст. 309 НК). Это относится к случаю, когда продаются акции (доли) российских организаций, более 50 процентов активов которых состоит из недвижимого имущества, находящегося на территории РФ.

В этом случае налог на прибыль в размере 20 процентов должен удерживать источник выплаты. В настоящее время у российских налоговых органов нет возможности проследить такую сделку между двумя кипрскими компаниями и заставить покупателя-киприота удержать и перечислить в бюджет РФ 20 процентов от суммы сделки. Однако такое формальное требование есть, и потенциально оно может вызвать соответствующие налоговые риски. В то же время существует возможность сделать объектом сделки не акции (доли) российских компаний, а доли (акции) самих кипрских компаний-держателей. В таком случае положения статьи 309 Налогового кодекса будут формально неприменимы.

Кстати, говоря об уплате российского налога на прибыль при продаже компании, собственникам бизнеса полезно рассмотреть следующую возможность. Если продавцом долей (акций) является также российское лицо, то имеет смысл перед покупкой «выдавить» прибыль, накопленную на компании в виде дивидендов. До момента продажи прежним владельцам выплачиваются дивиденды, которые будут облагаться налогом на прибыль по ставке 9 процентов: согласно пункту 3 статьи 284 Налогового кодекса ставка одинакова как для физических лиц (резидентов), так и для российских юрлиц. В противном случае уже после продажи эта прибыль будет считаться приростом стоимости дочерней компании и в результате будет обложена 24-процентным налогом.

При продаже компании накопленные убытки могут считаться самостоятельным активом, который «стоит» 24 процента от их суммы. Это связано с тем, что в соответствии со статьей 283 Налогового кодекса убытки могут быть перенесены в течение 10 лет с года их получения, причем теперь ими можно покрывать всю текущую прибыль целиком.

Однако очень важным вопросом остается обоснованность переноса «чужих» убытков при присоединении компании. В пункте 5 статьи 283 Кодекса прямо говорится о том, что в случае прекращения компанией деятельности по причине реорганизации правопреемник вправе уменьшать налоговую базу на сумму убытков, полученных реорганизуемыми организациями до момента реорганизации. Однако убытки, так же как и любые другие расходы, должны быть экономически обоснованны (ст. 252 НК). Поэтому нередко налоговики оспаривают использование убытков правопреемников.

С одной стороны, по этому вопросу существует арбитражная практика в поддержку компаний (см., например, постановления ФАС Северо-Западного округа от 22 марта 2010 г. № А56-10320/2005, ФАС Уральского округа от 24 мая 2010 г. № Ф09-4135/06-С7 и др.). В то же время риск того, что налоговики посчитают использование убытков присоединенной компании получением необоснованной налоговой выгоды, достаточно велик. В связи с этим у компании, которая присоединяет убыточный бизнес, должны быть объективные причины для реорганизации, как то: получение в результате ценных активов убыточной компании прав по важным договорам (например, права по договору аренды), клиентской базы и т. д.

Глава II. Анализ сделок по слиянию и поглощению в сфере телекоммуникаций

.1 Общие тенденции в совершении M&A сделок

Минувший 2011 год на рынке слияний и поглощений был отмечен двумя отчетливыми штрихами. Во-первых, его объемный рост (на 57 процентов - с 40,5 до 63,6 миллиарда долларов) был столь стремительным, что превзошел самые оптимистичные ожидания. Причем специалисты предполагают, что такие темпы будут наблюдаться и дальше, по крайней мере в течение нескольких ближайших лет. Даже без учета нескольких крупных сделок, состоявшихся в различных отраслях российской экономики, прогнозируется дальнейшее существенное увеличение как количества сделок, так и объема рынка в целом.

С другой стороны, сделки в 2011 году дешевели. Средняя стоимость сократилась до 77,8 миллиона долларов - на 3 процента ниже аналогичного показателя 2010 года (80 миллионов долларов). Это объясняется увеличением количества сделок в среднем и нижнем ценовых сегментах, а также снижением количества мегасделок (в 2010 году была совершена только одна сделка стоимостью более 5 миллиардов долларов).

Другая тенденция - диверсификация структуры

Аналитики отмечают значительное улучшение качественных параметров рынка слияний и поглощений в 2011 году. Увеличилось количество раскрытых сделок, особенно стоимостью ниже 100 миллионов долларов. В 56 процентах случаев информация об объявленных сделках в 2011 году была обнародована (в 2010 году - 30 процентов). Таким образом, можно говорить о повышении уровня прозрачности рынка слияний и поглощений, что обусловлено использованием опыта иностранных компаний, подготовкой к IPO ряда российских АО, вовлечением финансовых консультантов в процесс проведения сделок по слиянию и поглощению, развитием законодательного регулирования.

В то же время объем сделок, информация о которых не раскрывается, по-прежнему остается значительным. По оценкам, в 2010 году общий объем таковых сделок, объявленная стоимость которых была занижена, составил 20 миллиардов.

В 2010 году специалисты КПМГ особо отмечают возросшую роль финансового сектора, потребительского и розничной торговли, сектора телекоммуникаций, СМИ, логистики, сектора недвижимости, строительства и прочих отраслей, что способствовало дальнейшей диверсификации структуры рынка сделок. При этом нефтегазовый сектор сохранил лидирующую позицию на рынке. Тем не менее по показателю общей стоимости к нему вплотную приблизились металлургия и горнодобывающий сектор. Ожидается, что диверсификация и оптимизация отраслевой структуры на российском рынке слияний и поглощений в среднесрочной перспективе продолжится. И все это, как и в нынешнем году, будет сопровождаться увеличением региональной экспансии. Интенсивная конкуренция между основными игроками (например, в потребительском секторе и розничной торговле), ограниченные возможности дальнейшего роста в центральных регионах (сектор телекоммуникаций), необходимость развития филиальной сети (сектор финансовых услуг) и значительный потенциал региональных рынков (сектор телекоммуникаций, потребительский сектор и розничная торговля) будут способствовать, как и в 2010 году, активизации сделок по слиянию и поглощению в регионах.

В свою очередь региональные игроки будут защищаться, а значит, консолидироваться. В стремлении противостоять натиску федеральных конкурентов (сектор телекоммуникаций, потребительский сектор и розничная торговля) региональным компаниям придется объединяться. В ряде случаев результатом подобных сделок может быть появление нового крупного игрока федерального уровня (например, образование УРСА Банка в результате слияния Сибакадембанка и Уралвнешторгбанка).

Интенсивное развитие рынка слияний и поглощений способствует развитию предприятий малого и среднего бизнеса с предоставлением им возможности для дальнейшего роста. Инвесторы рассматривают их как выход на новые рынки, создание предпосылок для диверсификации существующего портфеля продукции и услуг и достижение компанией качественно нового уровня.

Все это способствует развитию отраслей, ориентированных на внутренний спрос (таких, как потребительский сектор, розничная торговля, телекоммуникации). В то же время рост доходов населения отразился на объеме свободного капитала и стимулировал процесс развития инвестиционной инфраструктуры (фонды частных инвестиций, паевые фонды, доверительное управление и др.), поддерживаемый растущим спросом на инвестиционные возможности. И остается лишь сожалеть, отмечают эксперты, что масштаб подобных инвестиций по-прежнему сравнительно невелик.

год выявил новые тенденции, касающиеся крупных внутренних сделок. Слияния таких компаний, как "Пятерочка" и "Перекресток", а также "РУСАЛ" и "СУАЛ", продемонстрировали склонность ведущих игроков к объединению для увеличения доли рынка и дальнейшего совместного развития, включая выход на новые рынки.

Покупка иностранных активов становится все более распространенной стратегией для таких развитых отраслей, как нефтегазовый и металлургический сектор, а также сектор телекоммуникаций. Такая стратегия позволяет компаниям получить доступ к последним техническим разработкам и сырьевым ресурсам, улучшить качество продукции и диверсифицировать риски. Однако в 2010 году российским компаниям не удалось совершить более десятка крупных сделок по покупке иностранных активов по ряду политических, экономических причин (например, отказ в разрешении на сделку местных властей). Тем не менее эксперты КПМГ склонны считать, что тенденция покупки зарубежных активов российскими игроками в ближайшие годы будет усиливаться, в особенности в таких стратегических отраслях, как нефтегазовый и металлургический сектор. И на то есть свои причины.

Возрастающая привлекательность российского бизнеса для иностранных инвесторов и заинтересованность отечественных компаний в выходе на зарубежные рынки стимулируют трансграничные процессы слияний и поглощений. В 2011 году рынок трансграничных слияний и поглощений вырос примерно вдвое, при этом произошло изменение в структуре таких сделок в пользу покупок иностранными компаниями российских активов (60 процентов), в то время как в 2010 году сделки по приобретению иностранных активов российскими игроками преобладали. Однако данный сдвиг, считают аналитики, не отражает реально сложившейся конъюнктуры рынка в силу существенной зависимости от крупных сделок, а также того факта, что российские компании так и не смогли реализовать ряд сделок за рубежом в силу политических обстоятельств.

По мнению специалистов, активность российских компаний по покупке иностранных активов в будущем будет возрастать, в особенности в нефтегазовой и в металлургической отраслях. В то же время объем приобретений российских активов иностранными игроками, вероятно, тоже увеличится в силу инвестиционной привлекательности российского рынка, а также в связи с приближающимся вступлением России в ВТО.

В связи со стремительным развитием рынка слияний и поглощений государство уделяет все больше внимания вопросам законодательного регулирования этих процессов. Правительство планирует внесение ряда существенных изменений в российское законодательство, регулирующее корпоративные отношения, до начала 2008 года. Этот процесс уже начался с внесения поправок в Закон об акционерных обществах (в январе 2010 года), с целью регламентирования процедуры приобретения долей в открытых акционерных обществах.

В то же время государство разработало ряд законопроектов, регулирующих сделки по слиянию и поглощению в стратегических отраслях экономики и призванных сохранить контроль в таких секторах, как нефтегазовый и металлургический. Подобные изменения могут оказать существенное влияние на инвестиционный климат и, как результат, на поведение иностранных инвесторов.

В ряде отраслей (например, в секторе финансовых услуг) государство проводит политику стимулирования консолидации бизнеса. Так, покупка до 10 процентов активов банка будет разрешена без предварительного одобрения со стороны ЦБ РФ. Требования к минимальному размеру собственных средств банковских структур должны быть ужесточены: банки с размером собственных средств менее 5 миллионов евро будут обязаны в течение 12 месяцев увеличить свой капитал. Нетрудно понять, как подобное требование будет стимулировать российский рынок слияний и поглощений.

.2 Характеристика слияний и поглощений в сфере телекоммуникаций: мировые и российские тенденции, особенности налоговой оптимизации

Рассмотрим несколько наиболее значительных сделок за период 2004-2011 гг.

февраля 2004 года Компания RCF выступила финансовым консультантом сделки по приобретению компанией ОАО «ЦентрТелеком» альтернативного оператора связи ОАО «РТС».

Цена пакета акций компании РТС, одного из крупнейших независимых альтернативных операторов связи, сопоставима с его годовой выручкой и не превысила $30 млн.

Оказание нерегулируемых услуг связи позволило ОАО «Центртелеком» значительно улучшить показатели рентабельности и обеспечить стабильный рост продаж. Другими основными эффектами от приобретения группы РТС для ОАО «ЦентрТелеком» можно назвать:

Охват новой категории клиентов - корпоративных клиентов, увеличение клиентской базы,

Расширение спектра услуг, в т.ч. за счет появления крупного бизнеса по системной интеграции,

Развитие нерегулируемого государством направления по оказанию всего набора услуг корпоративным клиентам (в т.ч. традиционной телефонии),

Расширение сферы присутствия в Москве и некоторых крупных регионах,

Укрепление кадрового состава за счет специалистов ОАО «РТС».

Консультантом по сделке со стороны ОАО «РТС» является компания «Атон».- основана в 1994 году и предоставляет инвестиционно-банковские услуги, специализируясь на сделках по слиянию и поглощению, привлечению капитала и организации проектного финансирования. RCF имеет значительный опыт по разработке, адаптации и внедрению инновационных для российского рынка финансовых инструментов. Имея богатый опыт привлечения финансовых ресурсов, RCF решает задачи комплексного обслуживания клиента, обеспечивая профессиональное сопровождение на всех этапах сделки.

ОАО «ЦентрТелеком» - одна из крупнейших межрегиональных компаний связи, образованная в 2002 году в рамках реструктуризации холдинга «Связьинвест». Компания осуществляет деятельность в 17-и субъектах Центрального федерального округа России и предоставляет широкий спектр услуг связи, среди которых традиционные услуги телефонной связи, услуги доступа в сеть Интернет и передачи данных, обеспечивает эфирное и кабельное телевидение и др. Компания обслуживает более 5,6 миллионов абонентов, монтированная емкость превышает 6 миллионов линий. Крупнейшим акционером ОАО «ЦентрТелеком» является ОАО «Связьинвест».

«Российская Телекоммуникационная Сеть» (ОАО «РТС») - оператор связи, поставщик телекоммуникационных услуг на территории России. ОАО «РТС» осуществляет свою деятельность на отечественном телекоммуникационном рынке под торговой маркой «РОСНЕТ». Компания РТС владеет высокотехнологичной, разветвленной сетью передачи данных, имеющей узлы доступа в большинстве регионов России. Компания предоставляет полный спектр телекоммуникационных услуг, а также реализует комплексные проекты по построению корпоративных телекоммуникационных сетей.

Инвестиционная группа «Атон», основанная в 1991 г., предоставляет полный спектр услуг в области финансов и инвестиций, брокерской деятельности, управления активами, корпоративных финансов, консалтинга, обеспечивает широкий доступ на российские и международные торговые площадки, активно участвует в развитии фондового рынка России.

октября 2004 года Компания RCF стала финансовым консультантом ОАО «ЦентрТелеком» по сделке приобретения группы компаний АЭРОКОМ, альтернативного оператора связи. Цена пакета акций группы АЭРОКОМ составила $20,5 млн. Приобретение АЭРОКОМ позволит компании значительно укрепить свои позиции на рынке нерегулируемых услуг связи, улучшить показатели рентабельности и обеспечить стабильный рост продаж, увеличение клиентской базы.

Консультантом по сделке со стороны группы АЭРОКОМ является компания «Атон».- основана в 1994 году и предоставляет инвестиционно-банковские услуги, специализируясь на сделках по слиянию и поглощению, привлечению капитала и организации проектного финансирования.

ОАО «ЦентрТелеком» - одна из крупнейших межрегиональных компаний связи, образованная в 2002 году в рамках реструктуризации холдинга «Связьинвест». Компания осуществляет деятельность в 17-и субъектах Центрального федерального округа России и предоставляет широкий спектр услуг связи, среди которых традиционные услуги телефонной связи, услуги доступа в сеть Интернет и передачи данных, обеспечивает эфирное и кабельное телевидение и др. Компания обслуживает более 5,6 миллионов абонентов, монтированная емкость превышает 6 миллионов линий. Крупнейшим акционером ОАО «ЦентрТелеком» является ОАО «Связьинвест».

Российская компания «АЭРОКОМ» была учреждена в 1991 году и предоставляет услуги местной, междугородной и международной связи. Компания владеет высокотехнологичной сетью телефонной связи в Москве и Московской области, а также предоставляет услуги доступа в интернет на базе собственного узла интернет-доступа.

Активность по слияниям и поглощениям на телекоммуникационном рынке продолжает оставаться достаточно высокой. Общая сумма сделок на российском рынке телекоммуникаций в пиковом - 2005 г. превысила 3,2 млрд долл.

Большинство сделок связано с расширением бизнеса крупных компаний и их желанием выхода на новые региональные рынки. Политика лицензирования деятельности сотовых компаний предусматривает ограничение на количество операторов в каждой лицензионной зоне. Таким образом, для расширяющихся компаний единственным выходом является приобретение мелких региональных компаний, имеющих лицензию в данном регионе. Именно таким образом действуют "Мобильные ТелеСистемы" и "ВымпелКом". Для операторов фиксированной связи приобретения региональных операторов связаны, прежде всего, с возможностью использования телекоммуникационных сетей и существующей базы абонентов.

За период с января 2003 г. по март 2011 г. было совершено более 160 заметных сделок в сфере телекоммуникаций. Общая сумма всех сделок оценивается в 9,2 млрд долл. Практически все эти сделки носили горизонтальный характер.

Среди крупнейших приобретений на телекоммуникационном рынке следует выделить покупку в 2005 году компанией Altimo (Альфа Групп) 13% акций турецкого оператора Turkcell с возможным увеличением своей доли до 26%. Крупной сделкой в 2005 г. является приобретение "ВымпелКомом" сотового оператора "Украинские радиосистемы" (УРС, сеть WellCOM) за 231,3 млн долл., однако, сделка не одобрена одним из акционеров "ВымпелКома" - компанией Telenor. First National Holding и Emergent Telecom Ventures приобрели за 215 млн долл. 71% акций ЗАО "ПетерСтар".

Общая стоимость раскрытых сделок в секторе телекоммуникаций в первом полугодии 2010 года составила около 1 миллиарда долларов - на 38 процентов больше, чем годом ранее. Количество сделок выросло на 35 процентов - с 23 до 31. Средняя стоимость сделки составила около 32 миллионов долларов - примерно столько же, как и год назад.

Сектор телекоммуникаций в России является быстрорастущим и высокоперспективным, однако в разных подсекторах темпы развития различаются. По росту доходов лидером является рынок мобильной связи - свыше 30 процентов в 2005 году, в то время как рост на рынке фиксированной связи составил около 1,5 процента в год.

В Москве, Петербурге и прилежащих к ним областях рынок мобильной связи консолидирован. Однако в регионах свое присутствие сохранили несколько независимых игроков, которые могут стать объектами интереса крупных российских или международных операторов. Предпосылки для развития очевидны: доходы операторов в расчете на одного абонента мобильной связи в России намного ниже, чем на Западе, а доходы населения растут.

А вот подсектор услуг фиксированной связи остается недостаточно развитым и нуждается в существенных инвестициях.

Либерализация и демонополизация отрасли (выдача 17 новых лицензий на оказание услуг фиксированной связи) открывают новые перспективы для развития этого подсектора. Появление новых игроков, конкурирующих с "Ростелекомом", создают возможности для преобразования сложившейся монополии в олигополию, более привлекательную для отечественных и зарубежных инвестиций.

Любопытно, что в первом полугодии 2010 года российские игроки сектора телекоммуникаций начали выводить на рынок комбинированные пакеты услуг, следуя примеру ведущих западных рынков, где компании предлагают комбинации таких услуг, как Интернет, мобильная и фиксированная связь и телевидение. В России тоже начали формировать подобные пакеты услуг, однако в ограниченных масштабах.

Стоит отметить, что сектор телекоммуникаций является привлекательным для развития среднего и малого бизнеса в России, особенно учитывая его технологическую и инновационную природу, что позволяет ожидать возникновения быстрорастущих компаний, которые наверняка станут объектами будущих слияний и поглощений.

Данные за 2011 г. демонстрируют оживление европейского рынка слияний и поглощений в телекоммуникациях (рис. 1): было заключено сделок на общую сумму около $135 млрд, что более чем в два раза превосходит результат 2010 г. ($60 млрд). Подобная динамика свидетельствует о том, что операторы связи практически полностью преодолели негативные последствия кризиса 2001 г. (чрезмерный размер внешней задолженности), и сегодня, как и в конце 90-х годов, в стратегических планах операторов доминирует расширение бизнеса путем приобретения других компаний.



Становлению мирового рынка слияний и поглощений в телекоммуникациях способствовало бурное развитие новых технологий (мобильная связь, Интернет и т.д.). Либерализация, став основной причиной стремительного развития отрасли связи во второй половине 90-х годов (рис. 2), усилила конкуренцию внутри национальных рынков, заставив операторов искать новые возможности для расширения бизнеса, в том числе за рубежом.

В свою очередь открытие национальных телекоммуникационных рынков в ходе либерализации позволило операторам расширить свою географию, в первую очередь путем приобретения локальных операторов. Тенденция интернационализации деятельности отраслевых компаний сегодня отчетливо прослеживается при анализе динамики структуры выручки крупнейших операторов- доля выручки, получаемая на зарубежных рынках, неуклонно растет на протяжении последних лет.



В 2001-2003 гг. стремительный рост телекоммуникационного рынка развитых стран сменился стагнацией. Одной из причин кризиса стали необоснованно высокие оценки стоимости приобретаемых операторами активов. В большинстве случаев превышение суммы приобретения над балансовой стоимостью покупки списывалось на нематериальные активы. Так, балансовая стоимость нематериальных активов телекоммуникационных операторов в странах ОЭСР в 2000 г. выросла на $414 млрд, тогда как материальные активы (основные средства) операторов за тот же период увеличились лишь на $150 млрд. Переоценка в 2001 г. активов наряду с тенденцией падения цен на телекоммуникационные услуги привела к рекордным списаниям стоимости активов на убытки, снижению рыночной капитализации, а в ряде случаев - к банкротству компаний.

В 2004 г. нематериальные активы телекоммуникационных компаний в странах ОЭСР подешевели в совокупности на $243 млрд, основные средства - на $63 млрд. Впоследствии высокий уровень внешней задолженности не позволял операторам тратить значительные суммы на приобретения. Операторы концентрировали усилия на укреплении основного бизнеса на традиционных для себя географических рынках и реструктуризации обязательств.

Сделки на протяжении 2011 г. стали очередным подтверждением трансграничного характера большинства крупных поглощений в телекоммуникационной Европе. Наиболее яркий пример - приобретения испанского национального оператора Telefonica. В сентябре он купил 69,4% акций крупнейшего чешского оператора фиксированной и сотовой связи Cesky Telecom за $4,4 млрд. А в ноябре уже начал скупать активы британского мобильного оператора О2, консолидировав к марту следующего, 2008-го года 100%-ный пакет акций этой компании. Суммарные затраты Telefonica на сделку составили около $31,3 млрд.

В июле прошлого года состоялась еще одна крупная международная сделка на сумму $7,7 млрд: France Telecom стал обладателем около 80% акций испанского сотового оператора Amena. Не остался в стороне от процессов консолидации и крупнейший в мире по размерам рыночной капитализации телекоммуникационный оператор Vodafone, купивший в марте 2011 г. 100% акций чешского мобильного оператора Oskar Mobil за $3,5 млрд, а в декабре присоединивший еще 100% второго по величине мобильного оператора Турции Telsim за $4,6 млрд.

Большинство экспертов сходятся во мнении, что 2011 г. стал для российской сотовой связи последним годом бурного роста - рынок вплотную подошел к своему насыщению. Соответственно российские мобильные операторы активизировали свою деятельность по слияниям и поглощениям за рубежом, преимущественно на рынках стран СНГ.

В итоге прошлый год стал рекордным по покупкам, произведенным отечественными операторами за пределами страны. «Мобильные ТелеСистемы» приобрели киргизский Bitel и туркменский Barash, «ВымпелКом» купил «Украинские радиосистемы», телекоммуникационный холдинг Altimo стал обладателем миноритарного (13,2%) пакета крупнейшего турецкого оператора сотовой связи Turkcell за рекордную для российского рынка сумму $1,6 млрд. «Мобильные ТелеСистемы», кроме того, участвовали в тендере на продажу турецкого сотового оператора Telsim, однако в итоге он достался британскому Vodafone.



Весьма активным на этом рынке был и крупнейший отечественный телекоммуникационный холдинг «Система», который на протяжении прошлого года вел переговоры о покупке сотовых операторов в Индии и Саудовской Аравии. В финансовом выражении общий объем сделок российских компаний по слияниям и поглощениям на рынке сотовой связи по итогам 2011 г. превысил $2 млрд..

На рынке фиксированной связи России в 2011 г. также произошел целый ряд крупных приобретений на общую сумму свыше $400 млн. В этой связи прежде всего следует упомянуть крупнейшую за всю историю отечественного рынка сделку (не считая приватизации 25% плюс одна акция ОАО «Связьинвест»): консорциум инвестиционных фондов FNH/ETV стал владельцем 71% акций крупнейшего альтернативного оператора на Северо-Западе России «ПетерСтар», что обошлось покупателю в $215 млн. Еще одним важным событием стала покупка группой инвесторов 100%-ного пакета акций московского альтернативного оператора «Корбина Телеком» за $150 млн.

Пожалуй, основной особенностью слияний и поглощений на рынке фиксированной связи России в 2011 г. являлся их внутренний характер в отличие от преимущественно трансграничного в сотовом сегменте телекоммуникаций страны.

В 2011 г. российские операторы кабельного телевидения также стали объектом пристального внимания инвесторов. Общий объем сделок превысил $100 млн. До прошлого года единственной по-настоящему значимой для этого рынка была покупка в конце 2010 г. 34% активов московского оператора «Комкор-ТВ» американским фондом Columbus Nova (принадлежит В. Вексельбергу) за $23 млн.

К концу прошлого года в сегменте кабельного телевидения окончательно сформировались три крупных игрока, вокруг которых и происходила консолидация рынка: «Система Масс-Медиа» (входит в АФК «Система»), «Нафта-Москва» (принадлежит С. Керимову) и Columbus Nova.

В начале нынешнего года российские операторы сотовой связи продолжили экспансию на мировые рынки. «ВымпелКом» приобрел двух мобильных операторов в Узбекистане и одного в Таджикистане. В марте компания «Мобильные ТелеСистемы» заявила об участии в тендере на получение третьей GSM-лицензии в Египте, стартовая стоимость которой составляет $430 млрд. А холдинг «Система Телеком» в апреле объявил об участии в конкурсе на GSMлицензию в Ираке. Все это свидетельствует о дальнейшем закреплении российских мобильных операторов на внешних рынках, увеличении доли выручки, получаемой за рубежом, и продолжении консолидации сотовой связи стран СНГ на базе наших операторов.

Рынок фиксированной связи в текущем году, скорее всего, также будет охвачен процессами дальнейшей консолидации отрасли, и начнется полномасштабное наступление российских альтернативных операторов на рынки СНГ. Пока же из этого сегмента телекоммуникаций только «Голден Телеком» присутствует в странах Содружества - в Украине, Казахстане и Узбекистане. Значимым событием здесь стало объявление «Системой Телеком» о намерении приобрести 66% акций британского оператора дальней связи WaveCrest за $35 млн. Эта сделка может стать первым приобретением российской телекоммуникационной компании на рынке Западной Европы.

В секторе кабельного телевидения в феврале 2010 года состоялась крупнейшая покупка за всю историю рынка - «Система Масс-Медиа» приобрела 100% капитала регионального оператора «Объединенные Кабельные Сети», абонентская база которого насчитывает около 300 тыс. подписчиков. Цена покупки, по оценкам участников рынка, составила более $100 млн. Еще одна крупная сделка состоялась в конце марта 2010 года: «Ренова», подконтрольная В. Вексельбергу, стала обладательницей 75%-ного пакета акций московского оператора кабельного телевидения «Телеинформ» за $30 млн. Кроме того, «Ренова» в мае приобрела 50% крупнейшего в Белоруссии оператора кабельного телевидения «Космос-ТВ», что, по сути, является началом экспансии российских компаний кабельного телевидения на рынки СНГ.

Дальнейшая консолидация этого направления телекоммуникаций в России будет более скромного масштаба из-за отсутствия здесь крупных независимых игроков. Следует сказать, что сегодня большинство его участников отмечает нехватку контента для кабельных сетей, производством же собственного контента среди крупных игроков кабельного рынка занимается пока только «Система» (проект «Стрим-ТВ»). Таким образом, в 2008-2009 гг. мы можем стать свидетелями экспансии крупных операторов кабельных сетей в смежную отрасль - производство телевизионного контента, возможно, даже за пределами России. Еще одной немаловажной тенденцией развития этого сегмента, очевидно, станут крупные инвестиции в цифровизацию существующих кабельных сетей.

Общая стоимость раскрытых сделок по слиянию и поглощению в секторе телекоммуникаций в первом полугодии 2010 года составила около 1 миллиарда долларов - на 38% больше, чем за первое полугодие 205 г. Количество сделок выросло на 35% - с 23 до 31. Средняя стоимость сделки составила около 32 миллионов долларов - примерно столько же, как и год назад.

Приведём пример анализа M&A сделки на основе налоговой оптимизации. Практическая реализация реструктуризации промышленного предприятия поглощения «РЕНОВА» активов должника ОАО «Телеинформ» осуществлялась в 3 этапа:

. оптимизация имущественных комплексов каждого из производств, подлежащих обособлению (подготовка к обособлению),

. создание новых хозяйственных обществ - организационно-правовое и имущественное обособление производств (промежуточное обособление),

. создание завершенного производственного комплекса в рамках каждого из вновь созданных обществ (окончательное обособление).

При этом эффективность реструктуризационных преобразований высока, что подтверждается фактическими данными о финансовом состоянии предприятии и его успешном функционировании.

На момент введения процедур банкротства - внешнее управление кредиторская задолженность (по реестру требований кредиторов) предприятия составляла 348 194 554,6 руб., из них погашено 15 494 362,5 руб. Экономическое обоснование эффективности проведенной реструктуризации на ОАО «Телеинформ» следует рассматривать в нескольких аспектах:

источники средств для восстановления платежеспособности;

сроки реализации мер по реструктуризации.

Источники средств для восстановления платежеспособности. Совокупная сумма обязательств ОАО «Телеинформ», необходимых к погашению в ходе проведения процедуры банкротства внешнее управление с целью восстановления платежеспособности предприятия, составляет от 247,4 млн. руб. до 271,9 млн. руб., в т.ч.: сумма расходов, связанных с проведением процедуры банкротства, в т.ч. осуществлением мероприятий, предусмотренных планом внешнего управления - 8,0 млн. руб.; сумма расходов, связанных с обеспечением удовлетворения требований кредиторов по взысканию финансовых санкций - от 31,0 млн. руб. до 55,5 млн. руб.; сумма расходов, связанных с уплатой процентов -8,0 млн. руб.; сумма расходов, связанных с погашением (удовлетворением) требований кредиторов - 200,4 млн. руб.

Стратегия восстановления платежеспособности, предусмотренная планом внешнего управления, предполагает следующий механизм обеспечения финансирования перечисленных выше расходов. Основными источниками средств для покрытия обязательств являются: выручка от реализации продукции (работ, услуг) от основной деятельности; выручка от продажи акций акционерных обществ, созданных на базе имущества ОАО «Телеинформ»; выручка от реализации части имущества, определенного к высвобождению.

В соответствии с планом производства ожидается, что за период внешнего управления выручка предприятия от реализации продукции (работ, услуг) составит 240,4 млн. руб.

Выручка от продажи акций образованных обществ является основным источником денежных средств для восстановления платежеспособности предприятия и позволит погасить требования кредиторов и наиболее вероятная сумма доходов от продажи акций новых обществ составила не более 206,3 млн. руб. (вкл. НДС), в том числе: акции двух хозяйственных обществ на сумму - 41,5 млн. руб. и 164,8млн. руб.

Продажа части имущества предприятия и взыскание дебиторской задолженности. Данная мера используется для целей накопления средств для обеспечения покрытия иных текущих расходов, связанных с проведением процедур банкротства, в т.ч. осуществлением мероприятий внешнего управления и обеспечением удовлетворения требований кредиторов по взысканию финансовых санкций на общую сумму от 47,0 млн. руб. до 71,5 млн. руб., проценты, подлежащие уплате от 31,0 млн. руб. до 55,5 млн. руб., прочее - 16,0 млн. руб.

По предварительным оценкам наиболее вероятная стоимость имущества предприятия составляет порядка 40,0-41,0 млн. руб. С учетом планируемой прибыли от осуществления текущей хозяйственной деятельности в сумме до 1,7 млн. руб., излишка доходов от продажи акций вновь созданных хозяйственных обществ (до 5,9 млн. руб.) наиболее вероятной суммы доходов от продажи части имущества предприятия (47,3 млн. руб.), видно, что данную группу расходов можно покрыть на 100%.

Укрупненная структура всех запланированных доходов и расходов реструктурированного предприятия приведена в нижеследующей таблице (см. табл.1).

Таблица 8.

Укрупненная структура доходов и расходов в процессе кризисной реструктуризации

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Доходы | | Расходы | |
| Статьи | Сумма, включая НДС | Статьи | Сумма |
| 1. Услуги основное | 206,6 | Расходы по оказанию услуг | 192,7 |
| 2. НИОКР по договору | 18,1 |  |  |
| 3.Услуги по монтажу оборудования | 11,2 |  |  |
| 4. Прочее | 4,5 |  |  |
| Всего доходов от продаж: | 240,4 | Всего себестоимости | 192,7 |
| 5. Продажа акций вновь созданных АО | 206,3 | Налог на прибыль | 9,5 |
| 6. Продажа части имущества | 40,0 | Налог на имущество | 6,5 |
|  |  | Содержание соц.сферы | 19,0 |
|  |  | Выплата кредитов | 11,0 |
|  |  | Расходы, связанные с проведением процедур банкротства | 8,0 |
|  |  | Расходы, связанные в выплатой процентов в соответствии со ст.236 ТКРФ | 8,0 |
|  |  | Расходы, связанные с выплатой %% | 55,5 / 31,0\* |
|  |  | Расходы, связанные с погашением требований кредиторов | 200,4 |
| Всего доходов: | 486,7 | Всего расходов: | 510,6 / 486,1 |
| Совокупный финансовый результат: - 23,9 / 0,6 | | | |

Заключение

Основные выводы по работе

Уточнены определения слияний и поглощений и предложены критерии их классификаций в зависимости от изменения статуса приобретаемой компании, от степени участия менеджмента поглощаемых компаний и в зависимости от направления интеграции производства.

Выделены специфические факторы, определяющие формирование стратегий слияний/поглощений в российской промышленности, к которым относятся особенности российской правовой системы, неразвитость фондового рынка, специфичность российского института собственника и непрозрачность хозяйственно-финансовой отчетности российских компаний.

Сформулированы организационные особенности и экономические характеристики стратегий слияний и поглощений российских телекоммуникационных компаний.

Обоснованы место и роль важных составляющих стратегии слияний/поглощений, которыми являются, в частности, выбор формы финансирования и оценка эффективности сделок слияний/поглощений. Приобретение долей в уставных капиталах компаний-целей выделено в качестве элемента единственно возможного рыночного механизма осуществления слияний/поглощений, что делает его приоритетным при разработке эффективной стратегии интеграции бизнеса. Оценка сделок в сфере интеграции бизнеса нацелена на повышение эффективности принятия управленческих решений о слиянии/поглощении и реализации этих сделок.

Выводы по налоговому планированию как концепции слияний и поглощений:

.Налоговая нагрузка на уровне хозяйствующего субъекта - это относительный показатель, характеризующий долю начисленных налогов в брутто-доходах, рассчитанных с учетом требований налогового законодательства по формированию различных элементов налога. Тяжесть налогообложения учитывает не только налоговую нагрузку (чаще используется термин «налоговое бремя»), но и прочие косвенные факторы, снижающие или повышающие налоговое бремя. Методы расчёта налоговой нагрузки сводятся к двум группам - суммовые и мультипликационные.

.В отношении управления налогами на предприятии, помимо подготовки налоговой отчетности и взаимодействия с налоговыми органами основными задачами, которые руководство обычно ставит перед налоговым отделом, являются оптимизация текущих платежей в бюджет и налоговой нагрузки, а также снижение налоговых рисков. К задачам налогового управления также могут относиться унификация методов и подходов к расчету налогов различными подразделениями компании (или различными компаниями группы), лоббирование налоговых интересов компании, повышение налоговой грамотности сотрудников и т. д.

.Налоговое планирование на предприятии - это неотъемлемая часть управления его финансово-хозяйственной деятельностью в рамках единой стратегии его экономического развития, представляющая собой процесс системного использования оптимальных законных налоговых способов и методов для у становления желаемого будущего финансового состояния объекта в условиях ограниченности ресурсов и возможности их альтернативного использования. Налоговое планирование позволяет оптимизировать сумму уплачиваемых налогов и избежать экономического ущерба, связанного с выплатой штрафов в пользу государства.

.Финансовые аспекты реструктуризации предполагают обязательный стоимостный анализ компании, состоящий в том, как выделить ту часть обоснованной рыночной стоимости, которая необходима для осуществления планируемой деятельности, а остальные ресурсы, не являющиеся необходимыми для выполнения основных задач новой компании, обратить в денежный поток.

.Особое место занимает финансовое планирование, осуществляемое при составлении бюджета движения денежных средств и бюджета доходов и расходов. Налоговое планирование неразрывно связано с бюджетным управлением. Целью бюджетного управления является планирование доходов и расходов на период проведения процесса реструктуризации, а именно их балансирование. Управляющий, планируя свои действия и их последствия в будущем, имеет возможность оценить, насколько фактические результаты соответствуют их планам. Определяется экономическая эффективность реструктуризации предприятия с учетом намеченных и ожидаемых целей, планируются и фиксируются реальные поступления и выбытия денежных средств, определяется экономический потенциал и финансовое состояние предприятия.

.При оценке экономической эффективности реструктуризации предприятия на основе комплексного подхода, в качестве базового предлагается использование интегрального показателя - оценка рыночной стоимости предприятий. Комплексный подход к оценке преобразований позволяет определить эффективность анализируемого проекта реструктуризации для предприятия в плане его экономического роста и развития.

Список использованной литературы

Гражданский кодекс РФ (часть первая) №51 -ФЗ от 21.10.1994 г. (с изменениями и дополнениями)

Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» №46-ФЗ от 05.03.1999 г. (с изменениями и дополнениями)

Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» № 127-ФЗ от 26.10.2002 г. (с изменениями и дополнениями)

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ от 22.04.1996 г. (с изменениями и дополнениями)

Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 24.11.1995 г. (с изменениями и дополнениями)

Закон «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» №948-1 от 22.03.1991 г. (с изменениями и дополнениями)

Аскандарян А. О. Теоретические основы реструктуризации компаний //Аудит и финансовый анализ, 2002, № 3, с.13-21

Баканов М.И., Шеремет А.Д. Теория экономического анализа М.: Финансы и статистика, 2004 - 288с.

Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента М.: Финансы и Статистика, 2005 - 280 с.

Бандурин А. В. Деятельность корпораций. - М.: БУКВИЦА, 1999. - 600 с

Бандурин А. В., Дроздов С. А., Кушаков С. Н. Проблемы управления корпоративной собственностью. - М.: «БУКВИЦА». 2000. - 160 с

Беленькая О. Анализ корпоративных слияний и поглощений. // www.rcb.ru <http://www.rcb.ru>

Биван А.А., Эстрин С., Шафер Е.С. Факторы реструктуризации предприятий в переходных экономиках//Экономический журнал ВШЭ, 2002, № 1, С. 3 - 9

Бляхман Л. С. Корпорации и их роль в российской экономике //проблемы современной экономики, 2011, № 22

Богатова Е.В. Государственные холдинги в российской экономике // Гуманитарные науки. - 2002. - N 1-2. - С.57-65.

Бухалков М. И. Внутрифирменное планирование. М. ИНФРА-М, 2003 - 400 с.

Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ./Гл. ред. серии Я.В. Соколов. - М.: Финансы и статистика, 2003. - 800 с.

Васильев В. А. Бюджетирование деятельности промышленных предприятий. Электронная библиотека «Кот учёный»

Викуленко А. Е. Налогообложение и экономический рост России. - М.: Прогресс, 2004 - 400 с.

Винслав Ю. Становление холдинговых компаний: Правовое и организационное обеспечение // Рос. экон. журн. - 2000. - N 5-6. - С.57-68.

Винслав Ю. Холдинговые отношения и правообеспечение их становления в России и в СНГ (Вариант содержания модельного закона о холдинге и комментарии к нему) / Ю.Винслав, И.Германов // Рос. экон. журн. - 2001. - N 4. - С.19-32.

Власова Л. Система управления холдингом // Экономика и жизнь. - 2000. - Авг. (N 31). - С.5.

Вылкова Е. С. Расчет налогового бремени в современных российских условиях / Налоговый вестник - 2002. - № 12; 2003. - № 1.

Вылкова Е. С., Романовский М. В. Налоговое планирование. СПб.:, Питер, 2004 - 634 с.

Глебова О. П. Методические основы оценки эффективности реструктуризации предприятий электроэнергетики. Дисс. ... канд. экон. наук. -Астрахань, 2010. - 167 с.

Глухов В. В., Дольдэ И. В.: Теория и практика. - СПб.: Специальная литература, 1997 - 328 с.

Гололобов Д.В. Акционерное общество против акционера: противодействие корпоративному шантажу. -М.: ЗАО Юстицинформ, 2004. - 312 с.

Горбунов А.Р. Холдинговые предприятия и дочерние фирмы: Дочерние компании и формирование внутрифирменных связей: Международный бизнес. - М., 1994. - 82с.

Гудков А. Корпоративные поглощения: российский вариант. // Рынок ценных бумаг, №14 (245), 2003. - стр.46-48.

Давыдовский Ф. Н. Теория и методы реструктуризации и интеграции в электроэнергетике. Дисс. ... канд. экон. наук. - СПб: СПбГУЭиФ, 2011. - 151 с.

Докучаев М.В. Российский холдинг: достоинства и недостатки // ЭКО. - 2004. - N 6. - С.157-160.

Дубинчин А. Реформа процессуального законодательства и ее влияние на тактику враждебных полощений в России. // Слияния и поглощения, №2, 2003. - стр. 50-55.

Ефимчук И. Виды и способы слияний // Финанс. - 2003. - N 35. - С.16-17.

Канке А. А., Кошевая И. П. Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия. М.: Форум, 2005 - 288 с.

Кирова Е. А. Методология определения налоговой нагрузки на хозяйствующие субъекты //Финансы, 1998, № 9, с.32-36

Ковалев В.В. Финансовый анализ. М.: Финансы и статистика, 2004 - 432 с.

Козлов Д. А. Расчет налогов в оперативной деятельности предприятия //Финансовый менеджмент. - 2002, № 1, С.28-34

Крейнина М.Н. Финансовое состояние предприятия. Методы оценки М.: ИКЦ «Дис», 2003 - 224 с.

Крылова Т. Финансовый менеджмент М.: 1997 - 328 с.

Кузнецов П. Государственные холдинги как механизм управления предприятиями государственного сектора / П.Кузнецов, А.Муравьев // Вопр. экономики. - 2000. - N 9. - С.34-47.

Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер, 2002. - 264 с.

Молочников Н. Холдинг как одна из форм предпринимательских образований и его виды // Бизнес. - 1994. - N 1. - С.12-13.

Моляков Д.С. Финансы предприятий - М.: Финансы и статистика, 2004 - 576 с.

Налоги и налоговое право /под ред. А. В. Брызгалина. - М.: Центр «Налоги и финансовое право»: Аналитика-Пресс, 2002 - 320 с.

Налоги и налогообложение / под ред. М. В. Романовского и О. В. Врубелевской. СПб.: Питер, 2004 - 576 с.

Налоговое бремя в СССР и иностранных государствах (очерки по теории и методологии вопроса). Составили П. П. Гензель, П. В. Микеладзе, В. Н. Строгий, К. Ф. Шмелев, 1928. - М.: Финансовое издательство НКФ СССР.

Никонова И. А. Финансирование бизнеса. - Альпина Паблишер, 2003. - 197 с.

Оспанов М. Т. Налоговая реформа и гармонизация налоговых отношений. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2003 - 454 с.

Пансков В. Г. Налоги и налогообложение в Российской Федерации. М.: «Книжный мир», 2004 - 288 с.

Пансков В. Г. Налоговое бремя в российской налоговой системе //Финансы. - 1998. -№ 11

Пивоваров И.С. Стратегический менеджмент холдинга. - СПб., 1994. - 172с.

Пузановский А. Холдинги разогреют экономику: [Беседа с депутатом Гос. Думы А.Пузановским о проектах законодательных актов о холдингах / Вел А.Кротков] // Рос. газ. - 2000. - 27 сент. - С.6.

Российский бизнес стал международным: тенденции международного рынка слияний и поглощений в 2010 году. // Слияния и поглощения, №1, 2011. - стр. 58-63.

Ростова Н. Бюджетное управление в холдингах //Консультант, 2005, № 17

Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. - М.: Финансы и статистика, 2000 г.-456 с.

Сваталова Ю. С. Построение систем бюджетирования в холдингах //Финансы, 2010, № 8

Сваталова Ю.С. Типы организационных моделей финансовой инфраструктуры холдингов // Финансы. - 2011. - N 10. - С.58-62.

Старикова Е. В. Экономическая эффективность реструктуризации промышленных предприятий. Дисс. ... канд. экон. наук. - Саратов:СГСЭУ, 2011. - 149 с.

Стоянова Е.С. Экспертная диагностика и аудит финансового положения предприятия - М.: Перспектива, 1999 - 320 с.

Тронин С.А. Концепция управления финансовыми потоками холдинга. / Тронин С.А., Перекрестова Л.В. // VIII Региональная конференция молодых исследователей Волгоградской области, 11-14 ноября 2003 г. - Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2003. - 120 с.

Тронин С.А. Корпорация как основа рыночной экономики/ Тронин С.А. // Социально-экономические проблемы современной России. Материалы межвузовской научно-практической конференции, 20-23 марта 2003 г. - Волгоград: РПК «Политехник», 2003. - С.30-41

Трошин А. В. Сравнительный анализ методик определения налоговой нагрузки на предприятия // Финансы, 2000, № 5 - с.28-31

Финансовый менеджмент: теория и практика / Под ред. Стояновой Е.С.- М.: Перспектива, 2004 - 256 с.

|  |
| --- |
| [Вернуться в библиотеку по экономике и праву: учебники, дипломы, диссертации](http://учебники.информ2000.рф/index.shtml)  [Рерайт текстов и уникализация 90 %](http://учебники.информ2000.рф/rerait-diplom.shtml)  [Написание по заказу контрольных, дипломов, диссертаций. . .](http://учебники.информ2000.рф/napisat-diplom.shtml) |