# 

# Введение

Актуальность исследований какого-либо экономического явления во многом определяется его ролью в развитии экономики в целом, причем важно объективно оценить его значимость не только на сегодняшний день, но и в обозримой перспективе.

На определенном этапе любой хозяйствующий субъект сталкивается с необходимостью реорганизации бизнеса в ответ на изменения внешней среды функционирования. Внешняя экспансия в настоящее время становится основным путем развития компаний.

В современных условиях характерной чертой становится СиП не только компаний (фирм) разных стран, но и транснациональных компаний (ТНК). Учитывая количество, стоимость и распространение сделок, можно говорить, как считают международные эксперты, о появлении рынка фирм, на котором фирмы продаются и покупаются. Появление нового рынка компаний в дополнение к региональным и глобальным рынкам продукции и услуг приводит к возникновению интернациональной производственной системы.

В настоящее время проблема слияний и поглощений разных компаний по-прежнему актуальна. Это обусловлено следующими причинами:

* Сделки по слияниям и поглощениям оказывают глобальное воздействие на мировую экономику и на экономику отдельных стран. Укрупнение бизнеса делает его более влиятельным, менее подвластным регулированию и контролю не только со стороны национальных правительств, но и со стороны международных экономических организаций. Поэтому актуально рассмотрение тенденций и динамики сделок по слияниям и поглощениям. Данный факт свидетельствует о противоречивости подобных сделок.
* Тенденции слияний и поглощений быстрыми темпами распространяются и в России. Причем Российские компании участвуют в международных сделках, как в качестве приобретаемых компаний, так и наоборот.
* Рынок слияний и поглощений в 2009 г. испытывал серьезные трудности, количество сделок значительно сократилось. Однако рост активности на рынке слияний и поглощений в ближайший год прогнозируют 79% российских экспертов. А значит востребованность профессий, относящихся к четвертичному сектору экономики (планированию и организации бизнеса), сохранится. *Будут востребованы и специалисты по M&A (слияние и поглощение).*

*Цель данной работы* – ознакомиться с экономической сущностью и спецификой сделок M&A, проанализировать структуру и динамику сделок по слияниям и поглощениям в России.

*Для достижения поставленной цели определены* *следующие задачи исследования:*

* определить экономическую сущность и специфику сделок М&А;
* изучить классификации этих сделок по разным критериям;
* систематизировать нормативно-законодательную базу анализа М&А;
* проанализировать мотивы, которые побуждают компании вступать в сделки M&A;
* рассмотреть методы финансирование инвестиций в форме M&A;
* дать оценку особенностям развития M&A в России;
* проследить динамику и тенденции интеграционных процессов, определить перспективы сделок M&A в России.

Курсовая работа написана на основе книг российских и зарубежных авторов, известных специалистов в области слияний и поглощений. В ней также использованы материалы периодических изданий, данные статистических сборников, отчеты международных организаций, обзоры и исследования консалтинговых компаний, законодательные акты и ресурсы сети Интернет.

В работе использовали следующие методы исследования: общенаучные (анализ, синтез, аналогия, сравнение) и специальные (группировка, аналитические таблицы, методы факторного анализа, регрессионный анализ и др.).

# Экономическая сущность слияний и поглощений, классификация, тенденции и мотивы сделок M&A.

Начиная со второй половины XX в. основным фактором развития мирового хозяйства становится ускорение научно-технического прогресса, определяющего экономические и социальные предпосылки становления и трансформации производственных и финансовых рынков национальных экономик. Следствие их развития – становление мирового хозяйства как глобальной системы, элементы которой находятся в тесной взаимосвязи (взаимозависимы).

Основные факторы, содействующие слияниям и поглощениям на современном этапе.

1. Всемирная глобализация экономических отношений, нашедшая отражение и в международном праве, и в национальных законодательствах стран. К наиболее существенным изменениям в условиях регулирования относят либерализацию режимов торговли и прямых иностранных инвестиций, экономическую интеграцию на уровне регионов и государств, а также образование и деятельность ВТО, процессы приватизации в развитых, переходных и развивающихся странах и др.
2. Либерализация трансграничного движения капитала. Открылась возможность приобретения ценных бумаг иностранцами, что способствовало финансированию международных СиП преимущественно на основе обмена акциями. Произошли изменения на рынке капитала, активизировались рыночные посредники. Появились новые финансовые инструменты. Возникли принципиально иные возможности для трансграничных займов и кредитов, депозитов в иностранной валюте и портфельных инвестиций. Развитие фондовых и повышенные меры ликвидности капитальных рынков позволяют компаниям мобилизовать огромные финансовые ресурсы с помощью банков и путем эмиссии облигаций.
3. Растущая значимость высокозатратной научно-исследовательской деятельности, повышения рисков в сфере исследования и разработок, качественные технологические изменения. Это группа наиболее серьезных факторов.
4. Снижающиеся издержки транспортировки и коммуникаций, что привело к расширению рынков действий компаний, в том числе и главным образом за национальные пределы, т.е. выход на международные рынки.

Новые информационные технологии позволили этим компаниям управлять интернационализируемыми производственными компаниями на расстоянии. Основой для бума СиП на современном этапе явилось сочетание всех перечисленных факторов. В то же время на активность этих процессов очень часто влияет наличие кризисных ситуаций. В условиях кризиса многие компании, стремясь избежать ухудшения финансового положения и даже банкротства. Очень часто присоединяются к более успешному конкуренту.

Для обозначения экономических процессов укрупнения бизнеса и капитала, происходящих на макро- и микроэкономическом уровнях, применяется термин **M&A** (сокр. от англ. *Mergers and Acquisitions*) – «Слияния и поглощения».

Подход к идентификации процессов слияния и поглощения базируется на появлении в результате сделки новой компании, либо осуществлении процессов в рамках существующих форм. В этом случае можно соответственно рассмотреть два основных вида – Слияние и Поглощение.

**Слияние** – это объединение двух или более хозяйственных субъектов, в результате которого образуется новая экономическая единица (новое юридическое лицо).

* Слияние форм – объединение**,** при котором слившиеся компании прекращают свое автономное существование в качестве юридического лица и налогоплательщика. Новая компания берет под свой контроль и непосредственное управление все активы и обязательства перед клиентами компаний – своих составных частей, после чего последние распускаются.
* Слияние активов – объединение с передачей собственниками компаний-участниц в качестве вклада в уставной капитал прав контроля над своими компаниями и сохранением деятельности и организационно-правовой формы последних. Еще раз отметим, что это один из вариантов процесса создания компании, но вкладом в данном случае могут быть исключительно права контроля над компанией.

В зарубежной практике выделяется ещё один тип слияния, который в российском законодательстве попадает под термин «*присоединение*», как вид реорганизации юридического лица. В этом случае одна из объединяющихся компаний выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. При этом выжившая компания получает все права и обязанности ликвидированных компаний.

**Поглощение** – это сделка, совершаемая с целью установления контроля над хозяйственным обществом и осуществляемая путем приобретения более 30% уставного капитала (акций, долей, и т.п.) поглощаемой компании, при этом сохраняется юридическая самостоятельность общества. В настоящее время поглощения регулируются гл. XI.1 Закона «Об акционерных обществах».

Доля собственности для получения контроля над зарубежной коммерческой организацией на международном уровне четко не определена. В разных странах доля акций для установления контроля над зарубежным предприятием определяется по-разному. В документах МВФ к прямым инвестициям относится участие в капитале, составляющее не менее 25% УК, в Канаде, Австралии и Новой Зеландии – не менее 50%, в странах Евросоюза – 20–25%, в США – 10%[[1]](#footnote-1).

Одним из эффективных способов получения доступа к иностранным инвестициям является также *метод обратного поглощения*.

**Обратное поглощение –** сделка, при которой акционеры частной (непубличной) компании приобретают контроль над публичной компанией, а публичная – активы частной компании. В результате частная компания сливается с публичной, так называемой «шелл-компанией» (shell company).

Обратное поглощение – это процесс приобретения публичного статуса для компаний, у которых нет необходимости получить инвестиции немедленно, но в то же время они имеют возможность быстрого роста, как по своим размерам, так и по масштабу бизнеса с тем, чтобы обеспечить свою дальнейшую деятельность в форме публичной компании[[2]](#footnote-2).

На западе сделки ОП широко распространены и имеют давнюю историю. Этот способ привлечения капитала хорошо себя зарекомендовал при выходе на публичный (американский) рынок целого ряда китайских компаний, обеспечивший им получение крупных капиталов[[3]](#footnote-3).

Слияния и поглощения компаний имеют свои особенности в разных странах или регионах мира. Так, например, в отличие от США, где происходят, прежде всего, слияния или поглощения крупных фирм, в Европе идет поглощение мелких и средних компаний, семейных фирм, небольших акционерных обществ смежных отраслей.

## Внешние и внутренние факторы, влияющие на динамику и характер процессов М&А.

Д.А. Ендовицкий и В.Е. Соболева[[4]](#footnote-4) предлагают различать внешние и внутренние факторы, влияющие на динамику и характер процессов М&А.

***Внешние***, на их взгляд, различаются от макро к микроуровню следующим образом:

*Макроуровень:*

* общее состояние экономики: если наблюдается спад, возникает угроза финансовой устойчивости, риск банкротства, предприятие может принять решение о слиянии (присоединении) с другой организацией с целью минимизации рисков, консолидации активов. С другой стороны, в периоды экономического подъема усиливается конкуренция, в том числе иностранная, что требует укрупнения производственного и финансового потенциала с целью выживания;
* уровень развития финансовой сферы деятельности государства: равномерность финансовых потоков, их оптимальное распределение, укрепление финансовой системы страны. С развитием рынка ценных бумаг упрощаются механизмы осуществления сделок слияния / поглощения, снижаются риски инвесторов;
* уровень инфляции (диспропорция спроса и предложения): необходимо перестраивать систему предложения, что порождает активизацию процессов слияний / поглощений. Существует и обратная связь: сделки слияния и поглощения могут в результате стать причиной возникновения монополий и олигополии, рыночная власть которых реализуется в административном повышении цен, что может повлечь за собой инфляцию. Кроме того, если при полной занятости у предпринимателей растет спрос на инвестиции (в том числе долгосрочные) из-за оптимистических оценок будущей конъюнктуры, то уровень цен начнет повышаться до тех пор, пока не восстановится равновесие между совокупным спросом и предложением;
* уровень развития кредитной системы страны: если она стабильна, развита, высока степень доверия банкам, ставка процента по депозитам выше уровня инфляции, то предприниматели могут предпочесть вариант хранения денег в банке инвестированию в ценные бумаги. С другой стороны, в этой ситуации появляется возможность получения долгосрочного кредита на выгодных для инвестора условиях, в результате может увеличиться число сделок присоединения путем выкупа заемными средствами;

■ административные барьеры: при реорганизации ГУП, МУП, а также в целом вопросов смены собственности.

*Мезоуровень:*

■ степень развития отрасли, уровень конкуренции, существующей в ней: чем выше конкуренция, тем более вероятна активизация процессов слияния / поглощения;

■ барьеры входа в отрасль: чем они выше, тем более консолидированной является отрасль. Сделки слияния / поглощения будут осуществляться с целью монополизации отрасли либо образования олигополии, в любом случае вероятность установления контроля значительна.

*Микроуровень:*

■ структура производственной цепочки: первое звено (поставщик сырья), второе звено (производство продукции), третье звено (доставка до конечного потребителя). Данный аспект играет значительную роль в мотивации сделок слияния / поглощения, поскольку на практике нередко происходит объединение разрозненных звеньев производственной цепочки с целью минимизации издержек;

■ специфика производства с позиции таких параметров, как уникальность сырья.

Авторы полагают, что оценки внешних факторов при разработке теоретико-методологической базы анализа процессов слияний/ поглощений недостаточно. На их взгляд, ***особого внимания заслуживает группа внутренних факторов***, среди которых выделяют:

* финансовое состояние компании (и потенциального приобретателя, и цели) с позиций кредитоспособности, финансовой устойчивости; соотношение и структура дебиторской и кредиторской задолженности, так как компания-поглотитель принимает на себя финансовые риски и обязательства компании-цели;
* состояние имущественного комплекса компании (прежде всего производственных фондов), что определяет степень ее инвестиционной привлекательности;
* тип производства: в зависимости от типа, размера, сложности производства степень целесообразности сделок слияния / поглощения различна;
* активность и заинтересованность собственника в управлении организацией, определяющая уровень развития системы внутреннего контроля. В случае недружественного поглощения этот фактор может стать серьезной помехой для компании-поглотителя;
* состояние внутреннего контроля в организации: чем он выше, тем точнее оценка текущего финансового состояния предприятия, его инвестиционной привлекательности либо эффективности его инвестиционной политики;
* профессионализм работников: чем он выше, тем больше вероятность успеха сделки слияния / поглощения, тем меньше затраты на переквалификацию персонала;
* положительная динамика котировок акций, если речь идет о компании, акции которой котируются на фондовой бирже. Это важнейший показатель инвестиционной привлекательности компании;
* технологические возможности, инновационность производства, преимущества перед конкурентами;
* территориальное расположение компании относительно крупных промышленных, финансовых центров, источников сырья, населенных пунктов: чем оно выгоднее, тем более она инвестиционно привлекательна.

Предложенная классификация факторов слияний/ поглощений компаний, характеризуется полнотой, комплексностью, позволяет дать взвешенную оценку основных *тенденций* этих процессов.

## Причины слияний (поглощений)[[5]](#footnote-5)

* достижение операционной экономии за счет устранения дублирования функций различных служб (маркетинг, учет, снабжение и т.д.)
* синергетический эффект, характеризуемый превышением стоимости нового образования над суммой стоимости составляющих частей 2 + 2 = 5, а не 2 + 2 = 4
* преодоление ограниченных возможностей внутреннего накопления
* привлечение притока внешних источников роста (более 30% роста продаж за счет внешних влияний)
* кооперация в области НИОКР (внедрение новых дорогостоящих разработок, воплощение новых научных идей и т.п.)
* устранение неэффективного управления
* усиление монопольного положения (особенно в слияниях горизонтального типа)
* диверсификация производства и т.д.

## Классификация основных типов слияний и поглощений компаний

*В зависимости от характера интеграции компаний выделяют следующие виды:*

**1.** ***Горизонтальное слияние фирмы.*** Это не что иное как соединение двух компаний, предлагающих одну и ту же продукцию. Преимущества видны невооруженным глазом: повышаются возможности для развития, идет на убыль конкуренция и т.д.

**2.** ***Вертикальное слияние фирмы*** – это соединение некоторого количества компаний, одна из которых это поставщик сырья для другой. Тогда, стремительно снижается себестоимость продукции, и наблюдается стремительное увеличение прибыли.

**3.** ***Родовые (параллельные) слияния*** – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары. Например, фирма, производящая фотоаппараты, объединяется с фирмой, производящей фотопленку.

**4.** ***Конгломератные (круговые) слияния*** – объединение компаний, не связанных между собой какими-либо производственными или сбытовыми отношениями, т.е. слияние такого типа – слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом.

**5.** ***Реорганизация ООО*** – другими словами это объединение компаний, задействованных в разных сферах бизнеса. По аналитическим подсчетам, в мире ежегодно заключается около пятнадцати тысяч сделок по M & A. Лидирующее место по суммам и объемам сделок занимает Российская Федерация. Очевидные причины: на сегодняшний день экономика России, переживает едва ли не самый благоприятный период. Все свободные денежные средства грамотные люди вкладывают в бизнес. Логично, то, что инвесторы стремятся сохранить и стабилизировать непосредственный контроль над использованием своих финансов. Оптимальным вариантом для этого служит непосредственное участие в управлении компанией. Следовательно, соединение компаний – это одна из возможностей инвестора управлять своими капиталами лично.

*По географическому признаку сделки можно разделить на:*

* локальные
* региональные
* национальные
* международные
* транснациональные (с участием в сделках транснациональных корпораций).

*В зависимости от отношения управленческого персонала компаний к сделке по слиянию или поглощению компании можно выделить:*

* дружественные
* враждебные

*По национальной принадлежности можно выделить:*

* внутренние сделки (т.е. происходящие в рамках одного государства)
* экспортные (передача прав контроля иностранными участниками рынка)
* импортные (приобретение прав контроля над компанией за рубежом)
* смешанные (при участии в сделке транснациональных корпораций или компаний с активами в нескольких различных государствах).

***Тип слияний*** зависит от ситуации на рынке, а также от стратегии деятельности компаний и ресурсов, которыми они располагают.

*Преимущества слияний (поглощений)[[6]](#footnote-6):*

* Выработка более эффективной стратегии управления, кадровая перестановка и т.д.
* Быстрое приобретение активов
* Снижение уровня конкуренции в отрасли
* Подтягивание отстающих производств к более передовым и др.

*Недостатки слияний (поглощений):*

* Значительные финансовые затраты
* Риск переплатить за приобретаемую компанию
* Могут возникнуть проблемы с персоналом приобретаемой компании
* Риск недостижения поставленных результатов: снижение капитализации и др.

# Финансирование инвестиций в форме M&A

Основные принципы развития крупных компаний в 80 те гг. XX в. – экономия, гибкость, маневренность, компактность – во второй половине 90-х гг. XX в. сменились ориентацией на экспансию и рост. Если когда-то предприятия могли позволить себе составлять долгосрочные планы развития и старательно отслеживать их результаты, то теперь они вынуждены иметь целый пакет возможных проектов, которые принимаются к реализации в зависимости от ситуации на рынке и действий конкурентов.

Слияния и поглощения (М&А)[[7]](#footnote-7) – один из самых распространенных приемов развития, к которому прибегают даже очень успешные компании. По данным Конференции ООН по торговле и развитию, начиная с середины 90-х гг. XX в. рост производства был вызван инвестициями в форме слияний и поглощений, а не инвестициями в создание новых предприятий. Не стоит в стороне от общемировых тенденций и Россия.

## **Методы финансирования слияний и поглощений**

Говоря о слияниях и поглощениях, невозможно переоценить роль финансирования при проведении подобных сделок. При выборе методов финансирования, в том числе и инвестиций в форме слияний и поглощений, компании должны тщательно проанализировать следующие факторы:

* состояние собственного капитала предприятия:
* соотношение заемного и собственного капитала и риск разбавления капитала (equity dilution);
* наличие активов для обеспечения кредитов;
* действующие кредитные соглашения;
* прогноз движения денежных потоков;
* финансовые риски;
* стоимость использования и доступность каждого вида финансирования;
* прогноз развития процентных ставок и рынков капитала.

Анализ первых двух факторов позволяет определить наличие свободных финансовых ресурсов у компании, возможность и стоимость новых заимствований, а макроэкономический анализ позволяет получить более точный средне- и долгосрочный прогноз, так как стоимость дополнительных заимствований и объем возможных сделок напрямую зависят от общего состояния экономики.

Доступность финансовых ресурсов имеет самое прямое влияние на объем проводимых М8сА-сделок. За ростом фондового рынка всегда следует рост объема заключаемых слияний и поглощений, а падение первого приводит к непременному снижению уровня активности на рынке М&А. Так, коллапс рынка бросовых облигаций, которые являются основным источников финансирования LBO-сделок[[8]](#footnote-8), привел к трехкратному сокращению объема заключаемых сделок данного вида. А ухудшение состояния фондовых рынков всего мира было одной из основных причин резкого падения объема М&А – сделок после 2000 г. Так, в 1989–2001 гг. в США коэффициент корреляции между объемом слияний и поглощений и индексом Доу-Джонс составлял 93%, а в Европе между аналогичными показателями – 80%. Похожую картину можно наблюдать и в России, несмотря на относительную неразвитость отечественного фондового рынка (рис. 1).

Единственным исключением можно было бы считать Японию, где в начале 1990-х гг. наблюдался рост объема заключаемых слияний и поглощений, а фондовый индекс Nikkei неуклонно падал, однако этому есть объяснения. Во-первых, слияния финансовых институтов были инициированы правительством страны, а не происходили с подачи компаний, и, во-вторых, возросла доля слияний с участием иностранных инвесторов, которые привлекали средства за пределами финансовых рынков самой Японии.

В соответствии с законодательством Российской Федерации капиталовложения могут финансироваться за счет собственных финансовых ресурсов и внутрихозяйственных резервов инвестора; заемных и привлеченных финансовых средств; денежных средств, централизуемых объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке; ассигнований из бюджетов всех уровней и соответствующих внебюджетных фондов; иностранных инвестиций.

*Выбор конкретного источника финансирования во многом определяется размером и возрастом компании.* Так, молодые компании чаще всего используют различные виды кредитов: внешние банковские кредиты под залог основных средств, коммерческие кредиты и кредиты государственных агентств, например, по поддержке и развитию малого бизнеса или экспорта. Малые и средние компании чаще всего используют разные виды банковских кредитов. Быстрорастущие компании комбинируют внутреннее финансирование с привлечением коммерческих кредитов, внешних банковских кредитов и использованием венчурного капитала.

Финансирование М&А-сделок – изначальная комбинация инструментов финансирования, использованная в момент оплаты слияния или поглощения. Как правило, это банковские кредиты или коммерческие бумаги, привлечение которых не требует длительного подготовительного периода.

*Рефинансирование слияний и поглощений* – замещение изначально использованных инструментов оплаты сделки, например, выпуск облигационного займа с целью погашения ранее полученных банковских кредитов. Обычно речь идет о замещении краткосрочных инструментов финансирования средне- или долгосрочными, что приводит к снижению общей стоимости финансирования.

Говоря о *методах финансирования слияний и поглощений*, следует отметить, что одним из них является *самофинансирование,* когда компании финансируют М&А-сделки путем, например, продажи отдельных подразделений, прибыли прошлых лет или через свои дочерние фирмы – финансовые компании, как это делает General Electric через GE Capital Services. Однако возможность использования данного метода финансирования ограничена из-за недостаточного объема свободных собственных средств.

Поэтому *основными методами финансирования сделок слияния и поглощения являются:* ***заемное финансирование*** *(debt financing),* ***смешанное или гибридное финансирование*** *(hybrid financing)* ***и финансирование с использованием акций или долевое финансирование*** *(equity financing).*

При этом заемное финансирование, так же как и самофинансирование, представляет собой денежное финансирование, а вторые два метода – неденежное, или бумажное финансирование (paper financing), когда сделка оплачивается непосредственно акциями компании-инициатора. Данные понятия не используются в настоящий момент в российской экономической литературе, однако широко применяются на Западе. Речь идет о классификации методов финансирования в зависимости от средства оплаты: если оплата была произведена денежными средствами, то тип финансирования – денежный, а инструменты – собственные и (или) заемные средства предприятия. Если же оплата была произведена с использованием ценных бумаг, то финансирование называют бумажным (табл. 1).

Следует отметить, что денежное финансирование является самым распространенным способом финансирования М&А-сделок в России – именно так оплачивали свои сделки в 2001–2002 гг. нефтяной консорциум «ЛУКОЙЛ» и консорциум «Альфа-Групп». Аналогичную картину можно наблюдать и в мире, хотя доля денежного финансирования снижается с ростом стоимости заключаемой сделки.

Таблица 1. Финансирование сделок M&A

|  |  |
| --- | --- |
| **Основной метод финансирования M&A** | **Источник средств** |
| Заемное финансирование | Коммерческие банки;  Пенсионные фонды |
| Смешанное финансирование | Кредитные институты;  Пенсионные фонды;  Венчурные компании;  Инвестиционные фонды |
| Долевое финансирование (или финансирование с использованием заемного капитала) | Рынок ценных бумаг;  Венчурные компании;  Частные инвесторы |

Основное различие между разными способами финансирования заключается в распределении рисков. При финансировании денежными средствами стоимость сделки зафиксирована и не меняется ни с позиции компании-цели, ни с позиции поглощающей (приобретающей) компании. Иная ситуация складывается, когда средством платежа выступают, например, акции, котируемые на фондовом рынке, цена которых постоянно меняется. Когда в сделке зафиксирована абсолютная цена, а коэффициент обмена акциями не фиксируется – сделки с фиксированной стоимостью (fixed value deal), весь риск ложится на поглощающую компанию, акционеры которой понесут потери в случае падения стоимости акций после объявления о сделке. А если при заключении сделок не зафиксирована ее цена, но зафиксирован коэффициент обмена (следует отметить, что такая ситуация в целом не типична), то весь риск ложится на акционеров приобретаемой компании, которые получат меньшую цену в случае понижения котировок акций поглощающей компании.

Важность правильного выбора метода финансирования очевидна. Однако, как показывают исследования, компании, концентрирующие свое внимание при заключении М&А-сделок исключительно на вопросах финансирования, на 15% понижают вероятность успеха сделки.

Инструментами ***заемного финансирования*** являются:

♦ срочные кредиты;

♦ револьверные (возобновляемые) кредиты и кредитные линии;

* бридж-кредиты;
* коммерческие бумаги;
* облигации;

♦ финансирование с использованием дебиторской задолженности.

Вторым методом финансирования сделок слияния и поглощения является ***финансирование с использованием долевого финансирования (акционерного капитала)***. Акции могут быть размещены, авырученные за них средства могут быть использованы на финансирование сделки слияния и поглощения или служить непосредственным средством платежа.

Среди способов оплаты сделки акциями приобретающей компании различают:

* новую эмиссию акций;
* выкуп акций у своих акционеров;
* использование ранее выкупленных акций ***(treasury stocky);***

♦ использование недоразмещенных акций последнего выпуска – акций, находящихся «на полке» ***(stock put «оп the shelf»).***

Финансирование с использованием обыкновенных акций имеет ряд преимуществ:

* Обыкновенные акции не предполагают постоянных финансовых выплат. Если компания получает прибыль, она может выплатить дивиденды по обыкновенным акциям. В этом состоит серьезное отличие от процентов по кредитам, которые должны быть выплачены независимо от прибыльности фирмы.
* Обыкновенные акции не имеют фиксированной даты погашения.
* Финансирование за счет обыкновенных акций является для компаний зачастую более доступным, чем финансирование за счет кредитов.

Вместе с тем этот вид финансирования имеет и определенные недостатки:

* Продажа обыкновенных акций означает, как правило, предоставление права голоса или даже контроля над фирмой ее новым владельцам. Во избежание этого фирмы могут эмитировать особые виды обыкновенных акций, не дающие их владельцам права голоса.
* Использование заемного капитала дает фирме возможность получить средства с фиксированными финансовыми затратами, тогда как использование обыкновенных акций означает, что чистая прибыль фирмы будет делиться на большее число акционеров.
* Расходы, связанные с эмиссией и распространением обыкновенных акций, обычно выше, чем аналогичные расходы для привилегированных акций или облигаций.

***Главное различие между заемным финансированием и финансированием с использованием акционерного капитала*** заключается в том, что во втором случае кредитор имеет право на участие в управлении компанией и на часть ее прибыли, тогда как при заемном финансировании кредитор получает только право требования возврата предоставленных средств и процентов за пользование ими.

Третьим видом финансирования сделок слияний и поглощений является ***гибридное, или смешанное, финансирование*.** Как вытекает из названия, к нему относятся инструменты, несущие в себе признаки как финансирования с привлечением заемного капитала, так и с использованием акционерного капитала одновременно.

Инструментами гибридного финансирования являются:

* привилегированные акции;
* варранты;
* конвертируемые ценные бумаги;
* секьюритизированные кредиты;
* серединное финансирование ***(mezzanine financing).***

## Выкуп компаний (LBO)

Выкуп компании (buyout) представляет собой изменение формы собственности компании, что приводит к переходу контроля над ней к группе инвесторов или кредиторов. Выкупу подлежат как частные, так и государственные компании. Обычно метод выкупа применяется для приобретения малых и средних по размеру компаний, а также отдельных подразделений больших корпораций. Он получил широкое распространение в 80-е гг. XX в., в период бурного развития фондовых рынков.

Для того чтобы осуществить большинство сделок выкупа, требуется привлечение очень больших объемов заемных средств под залог активов поглощаемой компании, что и является особенностью подобных сделок. Это дало таким сделкам название – выкуп с рычагом (leveraged buy-out, LBO).

Как правило, основу долгового финансирования сделки выкупа (более 50% от общей суммы) составляет крупный кредит, который обеспечен активами компании и ее будущими доходами и потому имеет достаточно высокую степень надежности. Это так называемый кредит привилегированного статуса, или основной кредит (senior credit), средства предоставляются инвестиционными банками, страховыми или венчурными компаниями. Таким образом, LBO-сделки финансируются путем комбинации обеспеченных *(secured financing)* и необеспеченных заимствований *(unsecured financing).*

LBO-сделки различают в зависимости от того, кто осуществлял сделку: менеджмент компании, ее работники, инвесторы и т.д. Если выкуп компании производится ее высшим руководством, то такая сделка является выкупом управляющими **(*management buy-out, МВО).*** Данные сделки имеют также другое название – сделки с денежными потоками (cash flow deals). Это объясняется тем, что именно денежные потоки используются управляющими для погашения заимствований, сделанных ими для финансирования выкупа компании.

Часто компания прибегает к выкупу управляющими, когда желает освободиться от неосновного направления своей деятельности. Тогда какое-либо подразделение или дочерняя компания выделяется из структуры материнской и переходит в руки высшего руководства этого подразделения, становясь при этом закрытым акционерным обществом или партнерством.

Данная операция, наряду с уже рассмотренными выше плюсами выделения бизнеса, обладает еще несколькими важными особенностями, являющимися достаточно сильным стимулом к проведению МВО.

* Менеджеры компании, хорошо знакомые со своим бизнесом, становясь собственниками компании, первоочередной задачей будут считать эффективное ведение собственного дела, так как их благосостояние напрямую зависит от благосостояния фирмы.
* Стремление к увеличению уровня прибыльности и повышению уровня конкурентоспособности будет диктоваться наличием значительных долговых обязательств вновь образованной компании и необходимостью их обслуживания.

В настоящий момент дальнейшее развитие сделок по выкупу компаний в России сдерживается российскими банками, которые просто не имеют достаточных собственных долгосрочных ресурсов для финансирования подобных сделок. В будущем, по мнению ряда авторов[[9]](#footnote-9), следует ожидать роста объемов подобных сделок. При условии получения Россией инвестиционного рейтинга гораздо большее количество российских банков будут иметь возможность предоставлять кредиты на срок от 3 до 7 лет, а иностранные банки значительно снизят риски по таким сделкам.

## 3. Анализ отечественной практики финансирования слияний и поглощений

До недавнего времени ключевой особенностью российского рынка слияний и поглощений являлось ***преобладание жестких враждебных поглощений (по существу «захватов») с использованием административного ресурса.*** По сути их можно разделить на шесть основных групп:

1) скупка различных пакетов акций на вторичном рынке;

1. лоббирование приватизационных (доверительных) сделок с государственными пакетами акций; административное вовлечение в холдинги или иные группы;
2. добровольное или административно-принудительное вовлечение в холдинги или финансово-промышленные группы;
3. скупка и трансформация долгов в имущественно – долевое участие;

5) захват контроля через процедуры банкротства;

6) инициирование судебных решений для признания ранее осуществленных сделок недействительными.

Так, группа МДМ при поглощении акционерного общества (АО) «Невиномысский азот» (Ставропольский край) использовала стандартные для российской практики методы. Общий план поглощения предусматривал скупку на вторичном рынке около 30% акций; смену генерального директора; покупку на конкурсе остававшихся в собственности государства акций. Реализация этой схемы сопровождалась дополнительными мерами: дискредитацией в прессе действующего генерального директора и его арестом налоговой полицией, проведением внеочередного собрания «на территории» группы в Мурманской области, недопущением милицией на собрание «посторонних» акционеров (частных и представляющих государство) в связи с «нарушением паспортного контроля».

В качестве еще одного яркого примера можно привести затяжной конфликт «Альфа-групп» и Таганрогского металлургического завода в Ростовской области. Хотя менеджменту завода и аффилированным структурам принадлежал в совокупности контрольный пакет акций (51%), «Альфа-Эко» использовала уже не раз апробированные приемы захвата, предполагающие приобретение миноритарного пакета (с последующим наращиванием) и использование административного ресурса федерального уровня (запуск судебных процедур, проверки со стороны прокуратуры, Счетной палаты, Министерства внутренних дел, Федеральной службы безопасности, Федеральной службы по финансовым рынкам, а также налоговых и антимонопольных органов). Региональные власти перед губернаторскими выборами заняли нейтральную позицию. В итоге в совет  
директоров завода включили двух представителей «Альфа-Эко», а завод взял обязательство ежегодно переводить большую часть прибыли на дивиденды[[10]](#footnote-10). Другим видом сделок, характерным для России, определяющим механизмы их финансирования, можно считать ***аккумулирование долгов поглощаемой компании и их конвертацию в акции компании в процессе банкротства.*** При определенной заинтересованности в поглощении компании достаточно легко возбудить процедуру банкротства, учитывая значительную обремененность большинства российских компаний долгами, а затем конвертировать долги в акции. В соответствии со ст. 3 и 5 Федерального закона от 26 октября 2002 г. №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (Закон о банкротстве) основанием для подачи заявления в арбитражный суд о признании предприятия-должника банкротом считается неоплата в течение трех месяцев денежных обязательств в размере, превышающем 500 минимальных размеров оплаты труда.

Представляет интерес история поглощения 23 крупных Московских универмагов («Краснопресненского», «Вешняки» и др.) с использованием технологий искусственного банкротства. Поставщик-захватчик – общество с ограниченной ответственностью (ООО) «АН РОСбилдинг» – оставлял магазину товары на реализацию на общую сумму, подпадающую под применение Закона о банкротстве (в то время 50–60 тыс. руб.) с отсрочкой платежа. Затем подставная фирма «гасила» долг магазина поставщику и исчезала (закрывала счета и меняла адрес). Универмаг автоматически становился должником этой фирмы, которая через три месяца обращалась в суд с иском о банкротстве по просроченному долгу. В ряде случаев дело заканчивалось применением процедуры банкротства, отстранением директора и переходом прав собственности на бизнес (как в случае с универмагом «Краснопресненский») к «захватчикам».

Во избежание банкротства многие компании готовы продать имеющиеся в их собственности контрольные пакеты акций других предприятий. В качестве примера можно упомянуть факт продажи ОАО «Псковэнерго» 72% акций Псковской ГРЭС, своего основного подразделения, «Газпрому». Это было сделано для того, чтобы погасить долги и избежать банкротства, дело о котором было возбуждено по иску Ленинградской АЭС, которой ОАО «Псковэнерго» задолжало 92 млн. руб. Таким образом, произошло фактическое поглощение Газпромом Псковской ГРЭС исключительно для погашения долгов[[11]](#footnote-11).

Также имеют место случаи ***использования акций наиболее ликвидных компаний как средства платежа***. Например, акций «Газпрома» или РАО «ЕЭС России». Известны случаи использования государственных ценных бумаг (прежде всего облигаций государственного сберегательного займа (ОГСЗ)). Другая часто используемая в России форма бумажного финансирования – это ***векселя.*** Подобные случаи можно разделить на два вида:

1. оплатой выступают ликвидные векселя, например, компании «Газпром»;
2. оплата производится неликвидными векселями, как правило, векселями поглощающей компании.

Эти методы используются для финансирования небольших сделок в силу ограниченности их капиталоемкости.

Характерным видом сделок слияний и поглощений можно назвать *участие в денежных аукционах и инвестиционных конкурсах****,*** по существу, мало отличающихся друг от друга в силу ряда льгот, позволяющих избежать выполнения инвестиционных условий, и *участие в ваучерной приватизации при условии концентрации определенного количества ваучерных чеков****.*** Определенными направлениями развития данного вида сделок в будущем можно считать приобретение крупных пакетов акций на специальных аукционах, что закреплено новой редакцией Федерального закона от 21 июля 1997 г. №123-ФЗ «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации» (Закона о приватизации), предусматривающего также размещение производных ценных бумаг, принадлежащих государству, на западных рынках.

Еще одной особенностью финансирования М&А-сделок в России являются те ***дополнительные инвестиционные обязательства,*** которые ложатся на поглощающую компанию или компанию-инвестора, например, выплата кредиторской задолженности, проведение широкомасштабной инвестиционной программы и т.д. Вызвано это в первую очередь тем, что характерным видом сделок слияний и поглощения можно назвать участие в денежных аукционах и инвестиционных конкурсах. Следует отметить, что дополнительные инвестиционные обязательства возникают при поглощении как российских, так и иностранных компаний.

Если рассматривать финансирование дружественных сделок, то в России, в связи с особенностями развития отечественного фондового рынка, наблюдаются ***обратные пропорции денежного и бумажного финансирования.*** Большинство сделок по слияниям и поглощениям с участием российских компаний практически не затрагивают организованный фондовый рынок, и рыночная цена акций на вторичном рынке не имеет существенного значения. Несколько крупнейших российских «голубых фишек», котирующихся на фондовых биржах и в «Российской торговой системе» (РТС) с относительно ликвидным рынком, в наименьшей степени могут стать объектом поглощения, даже если их рыночная стоимость существенно занижена по сравнению с потенциальной.

Подводя итоги, можно заметить, что на сегодняшний день в России превалируют денежные методы финансирования М&А что это самый распространенный способ финансирования сделок свыше 1 млрд. дол. США

– сделок, когда компании-покупатели используют собственные либо заемные средства (банковские кредиты). Однако данные средства, во-первых, ограниченны и, во-вторых, их использование достаточно дорогостояще. Российская банковская система находится на стадии трансформации и на сегодняшний день не может в полном объеме поддерживать рынок слияний и поглощений, а кредиты зарубежных банков доступны лишь немногим.

В среднесрочной перспективе следует ожидать дальнейшего роста долевого финансирования в общем объеме источников финансирования слияний и поглощений: мировой опыт показывает, что это самый распространенный способ финансирования сделок свыше 1 млрд. дол. США*[[12]](#footnote-12)*.

# 

# 4. M&A в России

## 

## Особенности слияний в российской экономике:[[13]](#footnote-13)

* В настоящее время происходит приобретение бизнеса, который находится на грани банкротства.
* Происходит усиление госсектора экономики в развитых странах
* Российские предприниматели предпочитают покупать свыше 50% долей или полностью поглощать актив.
* Таких сделок почти две трети в стоимостном выражении
* Обострение конкуренции на международном рынке.
* Картелизация ряда отраслей добывающей промышленности
* Перерастание объединений ради самосохранения в агрессивные враждебные поглощения.
* Экспортная ориентация слияний
* Российские корпорации предпочитают инвестировать в страны дальнего зарубежья, а не в бизнес на территории СНГ
* Вывоз капитала как форма участия в слияниях на международных рынках
* Переплетение экономических целей слияний с политическими мотивами, усиление связей с властными структурами
* Преобладание построений жестких вертикальных структур, соединение производств без изменения характера технологических операций

Российский рынок слияний и поглощений – итоги 2008 г. (табл. 2):[[14]](#footnote-14).

* В тройке отраслей-лидеров M&A по количеству и по объему сделок были финансовый сектор, электроэнергетика и пищевая промышленность;
* Абсолютным лидером 2008 года был **финансовый сектор**. В нем произошло 54 сделки на общую сумму $22,21 млрд. Причиной этой тенденции стал мировой финансовый кризис;
* **Электроэнергетика** была второй по количеству сделок M&A – 41 транзакция дала в сумме $9,53 млрд.;
* Третий лидер – **пищевая промышленность**– в ней было завершено 35 транзакций в суммарном объеме $7,50 млрд. Средняя стоимость сделки в этих отраслях составила соответственно $411,32 млн., $232,53 млн. и $214,46;
* В «середнячках» – в отраслях, где количество сделок M&A варьировалось от 20 до 33 – оказались ритейл (21), нефтегазовая отрасль (22), телекоммуникации (29), строительство и недвижимость (33);
* В диапазоне от 15 до 20 транзакций – были транспорт (15), химия (16), СМИ, машиностроение и информационные технологии (по 17), металлургия и горнорудная отрасль (по 18).
* Меньше всего сделок в 2008 году было завершено в сегменте гостиничного бизнеса, досуга и туризма – 8

## Перспективы рынка M&A России

Российский рынок слияний и поглощений притягивает инвесторов. По результатам опроса Mergermarket и Goltsblat BLP, 79% российских экспертов прогнозируют рост числа сделок M&A в России в ближайшие 12 месяцев. Но мега-сделок не ожидается: основной их диапазон – до $1 млрд.[[15]](#footnote-15).

При этом существенная часть респондентов из корпоративного сектора (47%) уже сейчас находится в активном поиске источников финансирования, при этом больше половины заявляют, что средства им необходимы для осуществления корпоративных приобретений. Одной из главных трудностей, с которыми сталкиваются российские предприятия при привлечении финансирования, большинство респондентов называют высокие процентные ставки, при этом респонденты прогнозируют, что российские компании начнут чаще обращаться к таким источникам капитала, как частные прямые инвестиции или внешние инвесторы для финансирования роста.

Между тем, в рамках тенденции по усложнению процедур, заключение сделок иностранными контрагентами в России может оказаться вдвойне непростым. В целом, неоправданная и излишняя сложность является основной проблемой, с которой приходится сталкиваться при заключении сделок в России. Однако в том, что касается будущего, в перспективе инвесторам следует ожидать уточнения законодательства о стратегических предприятиях, становления и развития судебной практики по делам, связанным с акционерными соглашениями по российскому праву и, как следствие, более активного применения российского законодательства по сравнению с прошлым десятилетием.

Наиболее активны инвесторы будут в сфере телекоммуникаций, энергетики, горнодобывающей промышленности, а также в финансовом секторе – областях, которые традиционно представляют наибольший интерес для инвесторов, отмечается в исследовании. 72% респондентов уверены, что большая часть сделок M&A в ближайшие два года будет заключена именно в этих секторах.

# Выводы

Основные принципы развития крупных компаний в 80-е гг. XX в. – экономия, гибкость, маневренность, компактность – во второй половине 90-х гг. XX в. сменились ориентацией на экспансию и рост. Слияния и поглощения (М&А) – один из самых распространенных приемов развития, к которому прибегают даже очень успешные компании. Не стоит в стороне от общемировых тенденций и Россия.

Ряд экономистов утверждают, что слияния и поглощения – рядовое явление рыночной экономики и что ротация собственников необходима для поддержания эффективности и предотвращения застоя. Другая часть управленцев считают, что слияния и поглощения «убивают» честную конкуренцию и не ведут к развитию национальной экономики, так как разрушают стабильность и уверенность в завтрашнем дне, отвлекая ресурсы на защиту.

*В результате написания работы можно сделать ряд выводов:*

1. Несмотря на множество различных мнений, относительно определения понятий слияния и поглощения, главное – это то, что в результате образуется из двух или более компаний образуется одна, которой переходят все права и обязанности сливающихся юридических лиц. Разница состоит в том, что при слиянии образуется абсолютно новая компания. А при поглощении одна из компаний остается, в то время как другая ликвидируется.
2. Слияния можно классифицировать по различным признакам: по функциональному (горизонтальные, вертикальные, концентрические и конгломератные), по географическому (национальные и международные), по поведенческому (дружественные и враждебные), по способу оплаты (деньгами или обмен акциями).
3. Мотивы M&A в мировой практике: достижение операционной экономии за счет устранения дублирования функций различных служб; синергетический эффект, характеризуемый превышением стоимости нового образования над суммой стоимости составляющих частей 2 + 2 = 5; преодоление ограниченных возможностей внутреннего накопления; привлечение притока внешних источников роста (более 30% роста продаж за счет внешних влияний); кооперация в области НИОКР; устранение неэффективного управления; усиление монопольного положения (особенно в слияниях горизонтального типа); диверсификация производства и т.д.
4. Говоря о слияниях и поглощениях, невозможно переоценить роль финансирования при проведении подобных сделок. Доступность финансовых ресурсов имеет самое прямое влияние на объем проводимых М8сА-сделок. За ростом фондового рынка всегда следует рост объема заключаемых слияний и поглощений, а падение первого приводит к непременному снижению уровня активности на рынке М&А.
5. Говоря о методах финансирования слияний и поглощений, следует отметить, что одним из них является *самофинансирование,* однако возможность использования данного метода финансирования ограничена из-за недостаточного объема свободных собственных средств. Поэтому основными методами финансирования сделок слияния и поглощения являются: *заемное финансирование*(debt financing), *смешанное или гибридное финансирование*(hybrid financing) *и финансирование с использованием акций или долевое финансирование*(equity financing) с соответствующими им источниками финансирования (см. таблицу 1).
6. Выкуп компании *(buyout)* представляет собой изменение формы собственности компании, что приводит к переходу контроля над ней к группе инвесторов или кредиторов. Выкупу подлежат как частные, так и государственные компании. Обычно метод выкупа применяется для приобретения малых и средних по размеру компаний. Для того чтобы осуществить большинство сделок выкупа, требуется привлечение очень больших объемов заемных средств под залог активов поглощаемой компании, что и является особенностью подобных сделок. Это дало таким сделкам название – ***выкуп с рычагом (leveraged buy-out, LBO).***
7. В последние годы Россия также активно включилась в мировые процессы слияний и поглощений. Причем, если раньше практически все сделки были сделками поглощений зарубежными и международными компаниями российских фирм, то теперь отечественные корпорации и ТНК, реализуя стратегию выхода на мировой рынок, покупают активы за рубежом и на равных сливаются с международными компаниями. Следует отметить, что денежное финансирование является самым распространенным способом финансирования М&А-сделок в России. По итогам 2008 г. в тройке отраслей-лидеров M&A по количеству и по объему сделок были финансовый сектор, электроэнергетика и пищевая промышленность.
8. По результатам опроса Mergermarket и Goltsblat BLP, 79% российских экспертов прогнозируют рост числа сделок M&A в России в ближайшие 12 месяцев. Процессы M&A на российском рынке будут стимулировать два фактора: восстановление общемировой экономики и рост продаж предприятий, испытывающих финансовые трудности, считают 62% респондентов. В перспективе инвесторам следует ожидать уточнения законодательства о стратегических предприятиях, становления и развития судебной практики по делам, связанным с акционерными соглашениями по российскому праву и, как следствие, более активного применения российского законодательства по сравнению с прошлым десятилетием.

Наиболее активны инвесторы будут в сфере телекоммуникаций, энергетики, горнодобывающей промышленности, а также в финансовом секторе – областях, которые традиционно представляют наибольший интерес для инвесторов, отмечается в исследовании.

1. Несмотря на грядущий бум высоких технологий, престиж и высокая оплата труда будут у специалистов в банковской и финансовой сферах. Востребованность профессий, относящихся к четвертичному сектору экономики (планированию и организации бизнеса), сохранится. *Будут востребованы и специалисты по M&A (слияние и поглощение).* Сохранится тренд на высокую оплату труда специалистов по выпуску и размещению акций и облигаций, по IPO[[16]](#footnote-16).

Объективная целесообразность проведения слияний и поглощений в условиях формирования глобальной системы мирового хозяйства, с одной стороны, и крайне низкая эффективность данных процессов – с другой, обусловливают актуальность исследования М&А.

**Список литературы:**

1. Гражданский кодекс РФ ст. 58;
2. ФЗ №208 «Об акционерных обществах» (ст. 16–20);
3. ФЗ №160 «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации»;
4. ФЗ №127 «О несостоятельности (банкротстве)»;
5. ФЗ №123 «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации»;

Г.П. Подшиваленко «Инвестиции», КНОРУС, М. 2009;

Г.П. Подшиваленко «Иностранные инвестиции: курс лекций», КНОРУС, М. 2010;

С.А. Цамутали, «Иностранные инвестиции: курс лекций (слайды)», ФА 2010;

М.М. Пухова «Теория и практика корпоративного управления», лекции – слайды, ФУ 2010;

Ли Якокка «Карьера менеджера», Попурри, 2007;

Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева «Экономический анализ слияний / поглощений компаний», КНОРУС М. 2010;

www.ma-journal.ru/statma – сайт журнала «Слияния и поглощения»;

www.mergers.ru – аналитический портал M&A Agency;

www.mergerstat.com;

www.finmarket.ru;

www.career-guide.vedomosti.ru – сайт журнала «Справочник карьериста»;

www.rts.ru;

www.dealogic.com – сайт компании Dealogic;

www.ey.com – сайт компании Ernst&Young;

www.kpmg.ru – сайт компании KPMG;

www.pwc.com – сайт компании PricewaterhouseCoopers (отраслевые, рейтинговые обзоры)

www.economig.com.

1. С.А. Цамутали, «Иностранные инвестиции: курс лекций (слайды)», ФА 2010 [↑](#footnote-ref-1)
2. Г.П. Подшиваленко «Иностранные инвестиции: курс лекций», КНОРУС, М. 2010 [↑](#footnote-ref-2)
3. Г.П. Подшиваленко, «Инвестиции», КНОРУС, М.2009 [↑](#footnote-ref-3)
4. Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева «Экономический анализ слияний/поглощений компаний», КНОРУС М.2010. [↑](#footnote-ref-4)
5. М.М.Пухова «Теория и практика корпоративного управления», лекции – слайды, ФУ 2010 [↑](#footnote-ref-5)
6. М.М.Пухова «Теория и практика корпоративного управления», лекции – слайды, ФУ 2010 [↑](#footnote-ref-6)
7. М&А — общепринятое сокращение для обозначения всех видов дея­тельности по слияниям и поглощением, которое образовано из первых, букв английских слов слияние (merger) и поглощение или приобретение (acquisition). [↑](#footnote-ref-7)
8. LBO-сделки ***(leverage buy-out) —*** выкуп с рычагом. [↑](#footnote-ref-8)
9. Г.П. Подшиваленко, «Инвестиции», КНОРУС, М.2009 [↑](#footnote-ref-9)
10. Г.П. Подшиваленко, «Инвестиции», КНОРУС, М.2009 [↑](#footnote-ref-10)
11. ***ПокровскийВ., Савицкий К.*** Мир слияний и поглощений // Рынок ценных бумаг. 2000. № 19. С. 34. [↑](#footnote-ref-11)
12. Г.П. Подшиваленко, «Инвестиции», КНОРУС, М.2009 [↑](#footnote-ref-12)
13. http://www.ma-journal.ru/statma/ [↑](#footnote-ref-13)
14. Там же… [↑](#footnote-ref-14)
15. 13.10.2010. www.finmarket.ru [↑](#footnote-ref-15)
16. Справочник карьериста 2011, www.career-guide.vedomosti.ru [↑](#footnote-ref-16)