

ВЪЛНИ НА СЛИВАНИЯ И ПОГЛЪЩАНИЯ В СВЕТОВНАТА ПРАКТИКА

Лора Пейчева

докторант, катедра „Икономика“

Варненски свободен университет „Черноризец Храбър“

Резюме: *Вълните на сливания и поглъщания влияят значително върху динамиката на пазара на сливания и поглъщания, което прави възможно привличането на външни финансови ресурси за целите на поглъщанията, а също така определя високи печалби за компаниите инвеститори, законодателството, по-специално антитръстовото регулиране, ръстът в броя на сливанията и поглъщанията се влияе от правилата, регулиращи външноикономическите отношения между страните. В случай на сделки между компании от различни държави, страните не могат да предлагат опции в замяна на акции и са принудени да плащат в брой.*

Ключови думи: *сливания, поглъщания, вълните на сливания и поглъщания, характеристики, историческо развитие на сливанията и поглъщанията, видове сливания.*

WAVES OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN GLOBAL PRACTICE

Lora Peycheva,

PhD student, department of .Economics,

Varna Free University „Chernorizets Hrabar“

Abstract: *The waves of mergers and acquisitions significantly affect the dynamics of the mergers and acquisitions market, which makes it possible to*

attract external financial resources for the purpose of acquisitions, and also determines high profits for investor companies, legislation, in particular antitrust regulation, the growth in the number of mergers and acquisitions is influenced by the rules governing foreign economic relations between countries. In the case of transactions between companies from different countries, the parties cannot offer options in exchange for shares and are forced to pay in cash.

Keywords: *merger, takeover, waves for mergers and acquisitions, characteristics, historical development of mergers and acquisitions, types of mergers.*

1. ВЪВЕДЕНИЕ.

Сливанията и поглъщанията са едни от най-често използваните варианти за обединения на компании, широко прилагани в международната бизнес практика. Този тип сделки е известно, че имат вълнообразен характер на развитието си през години. Факторите, влияещи върху тези процеси могат да бъдат например, различни икономически и финансови кризи, реструктуриране на браншовете, интернационализацията и глобализацията в световната икономика и бизнес, консолидацията в банковото дело, приватизационните процеси в отделните държави и др.

В публикацията ще бъдат разгледани различните видове сливания и поглъщания, осъществявани и формирани в отделните исторически вълни на развитие на този процес на обединения във фирмената практика.

2.ВИДОВЕ СЛИВАНИЯ И ПОГЛЪЩАНИЯ.

В тази точка на публикацията ще изведат основните и специфични варианти на сливания и поглъщания, прилагани в международния бизнес.

В широк смисъл сливането се разбира като процес, по време на който няколко компании формират една. Но в правната наука и от гл.т. на счетоводството се изисква разделянето на тази категория на два отделни

компонента - сливания и поглъщания. Разликите между двете понятия могат да бъдат характеризирани по следния начин.

В резултат на сливането няколко компании се сливат в една. Освен това по правило има една придобиваща компания, която инициира такава сделка и има по-мощен икономически потенциал. Отличителна черта на сделката за сливане е, че акционерите на придобитото дружество след сливането запазват правата върху своите акции, но в нова, слята корпорация.

Процедурата по поглъщане се отличава, с това че придобиващото дружество купува от акционерите на придобитото дружество всички или по-голямата част от акциите. Така акционерите на погълнатото дружество губят правата за дял в капитала на новото дружество.

По този начин описани сливанията и поглъщанията са процедура за смяна на собственика или промяна на структурата на собствеността на компанията, като са крайната връзка в системата от мерки за нейното реструктуриране.

Сливанията и поглъщанията включват не само обединяване на икономически субекти, но и въвеждането на нови структурни единици в тях - дивизии. На тази основа трябва да се разграничат две концепции - разширяване на бизнеса (интеграция) и бизнес визия (разпадане).¹

Има няколко подхода за разбиране на сливанията и терминологията в този случай е неточна. Термините "поглъщане", "сливане", "придобиване" често се припокриват и могат да се използват синонимно, въпреки че техните значения са различни.²

В икономическата литература съществуват различни определения за сливания и поглъщания. Например L.K.Gibbs ги разграничава на:³

¹ Bradley, M., A. Desai, E. Kim. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. // Journal of Financial Economics, 1988, №21, p. 3–40.

² Gibbs, K.L., Accounting Management and Control, John Murray (Publisher) Ltd., London, 2007, p. 21.

³ Пак там.

- Поглъщането е сделка, направена с цел установяване на 100% контрол на дружеството майка върху икономическото дружество и осъществена чрез поглъщане на повече от 30% от уставния капитал (акции) на погълнатото дружество с последващо сливане на погълнатото дружество в дружеството майка;

- Сливане е комбинация от отделни дружества в един икономически субект, или при равни други условия, или в резултат на факта, че една компания получава контрол над активите и операциите на друга компания;

- Придобиване - закупуване на акции в компания на свободен пазар или чрез оферта за покупка.

Трябва да се отбележи, че дейността на пазара на сливания и поглъщания далеч надхвърля обичайните сливания и поглъщания. В съвременния смисъл този пазар включва също разделяне или продажба на активи, когато компанията вижда част от своите бизнес единици като независими корпорации; всякакви реорганизации, когато една компания възстановява капиталовата си структура, за да промени мотивацията на мениджърите; компании с отворен код по групи частни инвеститори.⁴

Сливането на компании е важна стъпка в тяхното развитие, но не толкова важен е моментът на разпореждане с активите - производствени линии, подразделения, дъщерни дружества. В случай на продажба, компанията продава част от активите си и не се създава нова корпорация.

Компанията майка може да реши да продаде, тъй като продажбата не осигурява необходимата възвръщаемост. Причините могат да бъдат различни: неефективност на лидерството, загуба (липса) на синергичен ефект, намаляване (липса) на перспективи за растеж и т.н. Въпреки това са възможни ситуации, когато компанията прехвърля част от печелившата продукция.

⁴ Ismail, T.H., Abdou, A.A., & Annis, R.M., Exploring Improvements of Post-Merger Corporate Performance: The Case of Egypt, The Icfai University Journal of Business Strategy, 2010, p. 90.

Доброволното разделяне на предприятия, както и обединяванията, трябва да надвишават оценките от позицията на увеличаване на богатството на акционерите. В бизнес практиката се извеждат три акцента при продажбата на част от компания ⁵:

- 1) сумата на допълнителния доход;
- 2) размера на разходите;
- 3) промяната в стохастичните характеристики на потока от доходи в резултат на продажбата на част от активите.

Други автори твърдят, че това може да бъде начин за увеличаване на стойността на акциите на компанията-майка.⁶ Като даде на ново подразделение статут на диверсифицирана компания, дружеството майка може да постигне увеличение на стойността на собствените си акции и в същото време да не загуби данъчни ползи, които това подразделение може да донесе. Този тип финансови стратегии могат да бъдат рентабилни в краткосрочен и дългосрочен период. Разходите включват транзакционни разходи и непреки разходи, свързани със съвета на директорите на новото подразделение и разкриването на информация за това подразделение.

В теорията на корпоративното управление до момента има различни интерпретации на интеграционните процеси, протичащи в областта на корпоративния контрол. Тяхната систематизация се основава на три критерия: ⁷

- 1) степента на придобит контрол;
- 2) способността на ръководството да взема решение за интеграция;
- 3) възможността за участие в сделката на повече от две лица.

⁵ Kinshore, R.M., *Financial Management*, Taxman Allied Services Ltd., New Delhi, 2004, p. 4-21.

⁶ Mishra, P. & Chandra, T., *Mergers, Acquisitions and Firms' Performance: Experience of Indian Pharmaceutical Industry*, *Eurasian Journal of Business and Economics*, 3(5), 2010, p. 111–126.

⁷ Kling, G., *The Long Term Impact of Mergers and the Emergence of a Merger Wave in Pre-World War I Germany*, *Explorations in Economic History*, 43(4), 2006, p. 667–688.

Поглъщането означава процес на поглъщане на права за корпоративен контрол едностранно и в рамките на съществуващите организационни и правни форми.⁸ При пълно поглъщане се приемат правата на едноличния участник в уставния капитал и се осъществява пълен контрол при запазване на правната независимост на придобитото дружество. Броят на юридическите лица обаче не се променя. Частичното поглъщане се характеризира с приемане на част от правата за участие в уставния капитал и по този начин е налице частичен контрол чрез участие в борда на директорите. Броят на участниците не се променя в резултат на трансакцията.⁹

Формите на частично поглъщане могат да се извършват независимо една от друга. Отличителна черта на частичните поглъщания е непостоянната степен на корпоративен контрол. Това се отнася не само до промяна в собствениците в резултат на сделка за покупко-продажба на акции, но също така и до намаляване на степента на контрол в резултат на увеличаване на уставния капитал на компанията, например чрез извършване на допълнителна емисия на акции.

В международния бизнес се използва и друго разграничение на видовете на сливания и поглъщания. Например Ф. Филипова и колектив ги определят като:¹⁰

- 1) хоризонтални;
- 2) вертикални;
- 3) конгломератни.

⁸ Saboo, S. & Gopi, S., Comparison of Post-Merger Performance of Acquiring Firms (India) involved in Domestic and Cross-Border Acquisitions, MPRA paper, No. 19274, University Library of Munich, Munich, 2009, <https://ideas.repec.org/p/pramprapa/19274.html>.

⁹ Mayr in Fraberger/Hirschler/Kanduth-Kristen/Ludwig/Mayr (Hrsg), Handbuch Sonderbilanzen, Band II: Umgründungen, 2010, p. 2.

¹⁰ Филипова, Ф., С. Тодорова, Отчитане на бизнес комбинации и реструктурирания между предприятия под общ контрол: Поглед върху българската практика (част първа). - ИДЕС, бр. 3., 2015, с. 3

Хоризонталното сливане е комбинация от две или повече компании, които преди интеграцията са изпълнявали подобни функции в производството и продажбата на стоки и услуги, когато са конкуренти.

Хоризонталните сливания и поглъщания включват обединяване на компании, които работят и се конкурират в една и съща област на дейност. Този тип сливане гарантира постигането на конкурентни предимства пред останалите участници в конкретен сегмент, благодарение на икономии в мащаба на производството и растежа на капитала. При хоризонталните сливания източникът на икономии в мащаба на производството са „неделимите“ разходи: за труд, режийни разходи и разходи за оборудване, които дават по-голяма възвръщаемост на производствените единици. Допълнителни икономии могат да бъдат получени чрез комбиниране на маркетингови и финансови дейности на обединените компании.¹¹

Вертикалното сливане е сливане на две или повече компании, които преди интеграцията са имали отношения доставчик-купувач. Вертикалните сливания са асоциации на компании, принадлежащи към различни етапи от един и същ производствен процес. Освен това сливането приема формата на „интеграция напред“, т.е. сливане с компания, принадлежаща към следващия етап от производствения процес, или „интеграция обратно“, т.е. сливане с компания, представляваща производствения процес нагоре по веригата.¹²

Този тип сливане гарантира увеличаване на технологичната ефективност на производството, намаляване на транзакционните разходи; участниците в такива вертикално интегрирани схеми си осигуряват взаимно междинно производствено съоръжение с оглед намаляване на цените. Един от факторите, които стоят зад подобно сливане, е подобряването на обмена на информация в рамките на комбинираната компания, което в крайна

¹¹ Пак там.

¹² Пак там.

сметка води до значително намаляване на междинните разходи и в крайна сметка общите разходи за производство на крайния продукт.

Вертикалният модел на сливания има следните характеристики ¹³:

- 1) затворен производствен цикъл;
- 2) минимизиране на рисковете;
- 3) намаляване на междусегментните разходи;
- 4) намаляване на зависимостта на предприятието от външната среда.

Конгломератно сливане е обединение, в което по правило участват няколко компании от различни индустрии или географски региони с цел диверсификация на бизнеса.¹⁴ Финансовата теория обяснява привлекателността на конгломератите с помощта на теорията за портфейлните инвестиции. Ефектът на портфейла е намаляване на нестабилността на доходите в резултат на обединяването на слабо корелирани източници на доходи ¹⁵. Това може да се дължи на факта, че компаниите купувачи намират подценени активи и ги купуват на нормална или малко по-ниска цена, но по-евтини, отколкото са в действителност. В допълнение, увеличаването на кредитоспособността и при равни други условия намаляването на цената на капитала може да бъде източник на доход. В такава ситуация кредиторите разширяват границите на заемите, поради което кредитоспособността на комбинираното дружество се увеличава.

В практиката се разграничават три вида конгломерати сливания ¹⁶:

- 1) сливане за разширяване на асортимента от продукти - сливане на компании, които произвеждат различни продукти със сходни характеристики и са в състояние да разширят асортимента на пуснатите продукти, като по този начин значително ограничават конкурентните предимства на новосформираната структура;

¹³ Пак там.

¹⁴ Serman, I.A., Mergers and Acquisition, Oxford University Press, New York. 2002, p. 3 -6.

¹⁵ Пак там.

¹⁶ Пак там.

2) сливане за географска експанзия - сливане на компании, работещи в различни региони, което може значително да намали нивото на риска чрез географска диверсификация и да разшири присъствието, като по този начин се създава допълнително търсене на комбинираната компания в различни географски пазарни сегменти;

3) конгломератно сливане - сливане на компании от напълно несвързани сфери на производство и услуги, което позволява да се поддържа стабилността на слятото дружество чрез диверсификация на рисковете в различните индустрии.

В допълнение към видовете сливания и поглъщания, теорията на корпоративното управление разглежда няколко вида корпоративни интеграции разграничени по следните критерии:¹⁷

1) по националност:

- национални - сдружения на фирми, разположени в една държава;
- транснационални - асоциации на компании, разположени в различни страни (транснационални и мултинационални корпорации);

2) по мащаб на сделката:

- регионални - сделки в рамките на един регион;
- национални - сделки в рамките на една държава;
- международни - сделки между компании от различни държави;
- транснационални - сделки, при които всеки от участниците оперира в повече от една държава;

3) по цена на сделката:

- мега сделки - над 1 милиард щатски долара;
- големи сделки - от 500 милиона до 1 милиард щатски долара;
- средни сделки - от 50 до 100 милиона щатски долара;
- малки сделки - от 1 до 10 милиона щатски долара;

¹⁷ Данаилов, Д. Сливанията и поглъщанията в бизнеса – реалност и предизвикателство, В., 2002, с. 5.

- мини сделки - по-малко от 1 милион щатски долара.

Други автори характеризират и някои специфични форми на сливания и поглъщания в бизнеса, а именно:¹⁸

- „management buy in“ – е форма на придобиване, при която външно за дадена организация лице става неин собственик чрез придобиване на дялове от нея или чрез цялостната ѝ покупка;

- „management buy out“ – е форма на придобиване, при която съществуващото управленско тяло на дадена организация самостоятелно (или с други партньори) става собственик на друга организация, чрез придобиване на дялове от нея или чрез цялостната ѝ покупка.

3. ВЪЛНИ НА СЛИВАНИЯ И ПОГЛЪЩАНИЯ В МЕЖДУНАРОДНАТА ПРАКТИКА.

Процесите на сливания и поглъщания започват през 90-те години на 19 век в САЩ и през целия следващ период се характеризират със своята вълнообразност и цикличен характер. Размерът и дължините на вълните на сливания и поглъщания във времето зависят от това колко отрасли и до каква степен са засегнати от промените.¹⁹

В теорията и практиката на корпоративното управление има шест основни вълни на развитие на световните процеси на сливания и поглъщания²⁰:

- 1) 1897-1904 - хоризонтална интеграция (монополизация);
- 2) 1916-1929 - олигополистична вълна (концентрация);
- 3) 1965-1969 г., връх 1968 г. - конгломерати;
- 4) 1981-1989 - колапс на конгломерати, смесена вълна;
- 5) 1992-2000 - стратегически мега сливания;

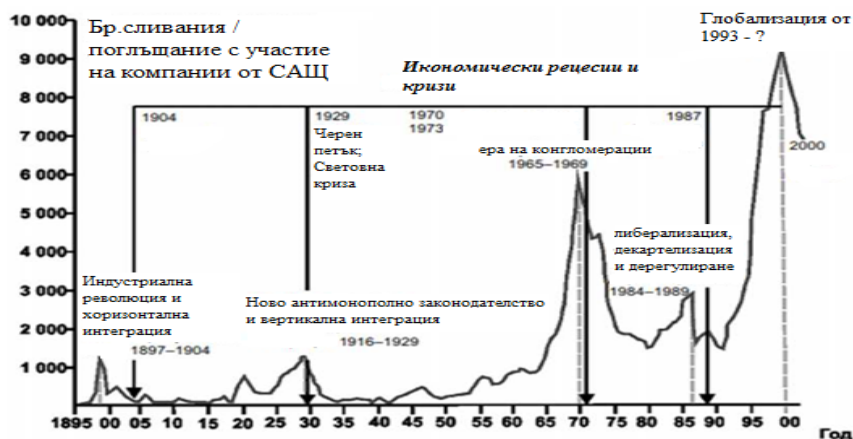
¹⁸ Иванова, В., Процесът на сливания и поглъщания в международния банков бизнес, Издателски център на ВСУ „Черноризец Храбър“, Варна, 2022, с.36.

¹⁹ Yeh, T. and Hoshino, Y., Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu Related and Independent Mergers, Japan and the World Economy, 2002, p. 347 – 366.

²⁰ Homberg, F & Rost, K & Osterloh, M., Do synergies exist in related acquisitions? A meta - analysis of acquisition studies. Review of Managerial Science, No. 3, 2009, p.76

б) 2003-2007. - трансгранични.

Фигура 1. Вълни на сливания и поглъщания



Източник: Адаптирано от Linn, S. C., and Z. Zhu. 1997. "Aggregate merger activity: New evidence on the wave hypothesis". S. Econ. Journal 64: 130-146.

Характеристики на вълните на сливания и поглъщания.

Първа вълна на сливания и поглъщания.

В Съединените щати първият връх на сливанията се случва в края на 90-те години XIX век. Началото на дейностите по сливания и поглъщания е поставено със създаването през 1879 г. на тръста „Standart Oil“, в който са концентрирани около 90% от капацитета за рафиниране на нефт в САЩ и почти същия процент на тръбопроводите за транспортиране на петрол. В периода 1884-1887г. са създадени такива комбинирани компании като „Trust of Cottonseed Oil Trust“, „Linseed Oil Trust“, „National Leed Trust“, „Distellers & Feeders Feeders Trust“, „Sugar Trust“. По-късно най-влиятелните асоциации са „Eastman Kodak“ (1881), „Diamond Match Company“ (1889), „American Tobacco Company“ (1890), „US Rubber Company“ (1892), „General Electric Company“ (1892). През 1901 г. J.P. Морган създава първата корпорация за милиарди долари, US Steel, която възниква след сливането на

785 отделни компании, най-голямата от които е „Carnegie Steel“ .²¹ Характерни за този период са сделки, при които по-крупни компании поглъщат по-малки и формират монополни структури.²²

За периода 1895-1904 година са отчетени 3012 ликвидации на компании в резултат на сливания, а общата капитализация на нови компании възлиза на 6,9 милиарда долара.

През този период се наблюдават предимно хоризонтален тип сливания: началото на появата на монополи. По този начин делът на пазара на стомана в САЩ се оценява на 65%, а компанията „American Tobacco“, в резултат на поглъщането на 162 фирми, получава до 90% от пазарния дял²³.

Консолидацията на компаниите е причинена от промяна в правната рамка и неравностойните условия за правене на бизнес. В процеса на сливания и поглъщания в 75% от случаите участват поне пет дружества, а в 25% от случаите - поне 10 дружества²⁴. Когато няколкостотин фирми са обединени се появяват структури, които заемат монополно положение в редица отрасли.

Растежът на монопола по това време е обусловен от следните причини. Първо, технологичните иновации, които увеличават ефективността на производството чрез своята специализация, стандартизация и автоматизация; второ, омекотяването на корпоративното законодателство; и трето, активното развитие на фондовия пазар, което предоставя възможност за мащабни сделки. Цените на акциите през 1901 г. се повишават с 83% спрямо нивото от 1897 г., промишленото производство се увеличава с 57% между 1896 и 1901 г., а броят на емисиите, регистрирани на Нюйоркската фондова борса, се увеличава от 150 през 1875 до 400 през 1900²⁵.

²¹ Sberman, I.A., Mergers and Acquisition, Oxford University Press, New York, 2002, p. 3.

²² Иванова, В., Сливанията и поглъщанията в международния бизнес, Университетско издателство на ВСУ „Черноризец Храбър“, Варна, 2012, с.15.

²³ Пак там.

²⁴ Пак там.

²⁵ Пак там.

Основната мотивация на участниците в сливанията през този период е очакването за увеличаване на печалбите на собствениците, силата и престижа на управлението на фирмите, монополни печалби и икономии от мащаба. Успехите от сливания в една индустрия поражда сливания в други. Сливанията се извършват с бързи темпове и по-голямата част от потенциала в американската индустрия е изчерпан за няколко години. Освен това на фондовия пазар започват да се използват измамни схеми за финансиране.

Спадът в процесите по сливания и поглъщания настъпва толкова бързо, колкото и растежа им. През 1901 г. има спад на фондовия пазар; до 1903 г. цените на акциите спадат с 40%, достигайки дъно през 1904 г. (Паниката на богатия човек). Крахът на фондовия пазар доведе до антимонополни разследвания, предимно срещу Standard Oil.

Според действащото законодателство през XIX век корпорациите нямат право да притежават акции в други компании. Всички акции на компаниите, включени в дружеството „Standard Oil“, са собственост на нейните акционери. През 1882 г. те подписват споразумение за доверие, създаващо настоятелство, на което те прехвърлят акции във всички компании, контролирани от корпорацията „Standard Oil“. Тогава тръстът притежава 700 хил. акции, от които почти 200 хиляди принадлежат на Дж. Рокфелер.

През следващите десетилетия компанията „Standard Oil“, която на практика задушава конкуренцията в петролната индустрия, воюва с администрациите на няколко американски щати, водейки антитръстови дела. Рокфелер използва всички средства за влияние: подкупване на високопоставени служители и сенатори, реклама, поръчване на статии, благотворителност, спонсорство на партии. През 1906 г. президентът на САЩ Теодор Рузвелт завежда антитръстов иск от името на САЩ. Процесът на века завършва през 1911 г. с ликвидацията на дружеството. В резултат на

това Standard Oil е разделен на няколко големи корпорации, които работят и до днес: „Exxon Mobil“, „Chevron“, „Амоко“ (сега част от „BP“) и др.

Втора вълна на сливания и поглъщания.

Вторият период на дейност по сливания и поглъщания е свързан с следвоенния икономически бум. През 1923 г. започва историческият растеж на американския фондов пазар, който продължава 6 години, милиони американци стават негови участници. Тъй като не разполагат с достатъчно финансови средства за закупуване на ценни книжа, много корпорации прибегват до заеми от брокери. Но през пролетта на 1929 г. американската икономика е поразена от криза на свръхпроизводството. Паниката води до т.нар. Черен вторник (29 октомври 1929 г.), когато Dow Jones спада с повече от 11%. След 1929 г. дейността по сливания и поглъщания внезапно спира. Естеството на сливанията през 20-те години е повлияна от промяна в структурата на антитръстовото законодателство²⁶

Разследванията на корпорациите „Standard Oil“ и „American Tobacco“, завършили с разпускането на компании, водят до факта, че през 1914 г. Конгресът одобрява Закона Клейтън,²⁷ който засилва натиска върху монополите: Федералната търговска комисия е създадена за контрол на дейностите на тръстове. Оттогава обществото и държавата очевидно стават по-малко толерантни към процесите на сливания и поглъщания, отколкото през първия период. Тези сделки обикновено се предприемат от компании, които не доминират в индустриите, но чийто контрол върху пускането на продукти не надвишава 50%.

Въпреки факта, че хоризонталните съюзи, които водят до условия за създаване на олигополистичен пазар, определят съдържанието на втората вълна, важна отличителна черта на този етап е географското разширяване на

²⁶ Brealey, M., Principles of Corporate Finance, 2011, 10th edition, p. 814–815.

²⁷ Schwert, W., ‘Markup pricing in mergers and acquisitions’, Journal of Financial Economics, Vol.41, 1996, p.153-192.

пазар, както и разработването на децентрализирани подходи към управлението. Старата функционална и специализирана форма на организация на предприятието е заменена от мултидивизионна, децентрализирана, която е представена за първи път от лидери като „General Motors“, „Du Pont“, „Standard Oil“, „Sears Roebuck“. Този тип структура е защитавана от Алфред Слоун, който предполага, че конгломератът като форма на организация има следните предимства:

- повишава мотивацията на управлението чрез децентрализация, повишава степента на неговата отговорност и прозрачност;

- увеличава възможността за контрол от страна на топ мениджърите, поради възможността да се изчисли приблизителният относителен инвестиран капитал;

- увеличава ефективността на компанията като цяло чрез привличане на допълнителен капитал към онези подразделения, които имат най-голяма възвръщаемост в момента.

След края на Първата световна война и до 1929 г. вертикални и хоризонталните сливания на предприятия водят до формиране на олигополи, т.е. до господството на малък брой от най-големи компании в тежката, хранителната, химическата, въгледобивната промишленост, както и във финансовия сектор. Освен това негативната реакция на обществото към антиконкурентните последици от ранната хоризонтална консолидация доведе до засилване на антитръстовото законодателство. Това се превръща в предпоставка за промени в разбирането на икономическите мотиви за корпоративните консолидации: вместо да създава хоризонтални комбинации, бизнесът започва да предприема опити за изграждане на конгломерати въз основа на ползите от разширяването на гамата от въведени продукти.

Трета вълна на сливания и поглъщания.

Тази вълна е отчетена малко след Втората световна война. Тя е свързана с развитието на диверсифицирани сливания и поглъщания.

Четиридесетте години се характеризират със силно затягане на антитръстовото законодателство. През 1945 г. Върховният съд на САЩ ревизира законодателството, като оттогава с монополната власт не трябва да се злоупотребява, а самата тя е обявена за незаконна²⁸.

През 1950 г. Законът на Celler-Kefauver изменя чл. 7 от Закона Клейтън, правейки възможно разпознаването на незаконни сливания, водещи до монополна концентрация в индустрия. Изменението се прилага за всички видове сливания и поглъщания - вертикални, хоризонтални, конгломератни, но колкото по-малък е броят на асоциираните продукти и имена на сливащите се фирми, толкова по-малка е възможността те да бъдат подложени на натиск от антитръстовите закони.

В допълнение към засилването на антитръстовото законодателство, сливанията и поглъщанията оказват голямо влияние върху спекулативните мотиви. През 1933 г. е издаден Закона за ценните книжа, съгласно който всяко ново пласиране на акции, придружаващо сливане, изисква оповестяване на обширна информация за компаниите, участващи в процеса. Такава информация следва да се предоставя по искане на упълномощени лица във връзка с предложеното сливане.

Нарастващите запаси и най-дългият период на непрекъснат растеж в историята на американската икономика водят до рекордни съотношения P / E (цена / печалба). Компаниите, които показват високо съотношение P / E , също имат високо съотношение EPS (Earnings per share) – приблизителна цена на акция - която често се постига чрез процеси на сливания и поглъщания, вместо чрез реинвестиране.

Резултатът от тези вълни е сригът на EPS пирамидите, който се случва, когато компании с високо съотношение P / E придобиват компании с ниско съотношение на P / E и увеличават EPS на комбинираната компания,

²⁸ Smit, C.J.B., 'The impact of large acquisitions on the share price and operating financial performance of acquiring firms listed on the JSE', MBA thesis, Gordon Institute of Business

което от своя страна дава тласък на покачването на цените на акция на комбинираната компания. Значението на външното финансиране, което играе значителна роля в по-ранни периоди, също намалява, както намаляват и комисионните на брокерите.

Конгломератните сливания са до известна степен резултат от увеличената концентрация на капитали в предприятията, започнала в средата на 20 век. В конгломератите се създават условия за трансфер на капитал от една индустрия в друга, заобикаляйки традиционния пазар за капитал.

Четвърта вълна на сливания и поглъщания.

Тази вълна започва в края на 70-те години и се нарича „смесена“. До началото на 80-те години се наблюдава постоянен спад в броя на конгломератите, а компаниите, които са част от такива асоциации започват да показват по-лошо представяне в сравнение с независимите компании в същите индустрии. Всъщност повечето сделки за реорганизация на бизнеса се извършват чрез разделяне на конгломерати, образувани десетилетие по-рано. Купувачите придобиват отделни подразделения на конгломерати като независими производствени и икономически единици²⁹.

През този период се забелязва тенденцията на враждебни поглъщания. Развитието на фондовия пазар и появата на високо доходни и рискови дългови инструменти правят покупката на акции на компании най-популярният механизъм за поглъщане (LBO (Leveraged Buyout) - Изкупване на ливъридж, дългосрочно финансиране). В допълнение, с фалита на Дрексел Бърнъм, пазарен производител на високодоходни ценни книжа, пазарът „пресъхва“ - основен източник на финансиране³⁰.

Четвъртата вълна засегна предимно сектора на услугите: инвестиционния сектор, банките, застрахователния бизнес, търговията на едро

Science, University of Pretoria, 2005, p.5.

²⁹ Brealey/Myers/Allen, Principles of Corporate Finance, 2011, 10th edition, p. 814–815.

и дребно, медицината и здравеопазването. Характеристиките на тази вълна са широко мащабното използване на заемния капитал при финансови трансакции и преход към децентрализирана структура на управление в корпорациите.

Петата вълна на сливания и поглъщания.

Петата вълна възниква през 1992 г., протичайки на фона на сериозни геополитически промени: формирането на Европейския съюз, въвеждането на единна европейска валута и глобализацията на икономиката.³¹

През последното десетилетие на XX век процесите на международна интеграция се развиват при нови условия и придобиват нови качествени характеристики, което дава и основание на икономистите да заговорят за „глобализация” на икономиката. Общоприето е разбирането, че това е неоспорим и реално протичащ процес, които има изключително значение за съвременното икономическо развитие. Според автора проф. З. Младенова „глобализацията започва да се развива, когато растящите международни връзки довеждат до появата на елементи на икономическа взаимозависимост, т.е. започва процес на постепенно преодоляване на националната обособеност на отделните национални икономики”.³²

Този специфичен процес оказва особено влияние върху развитието и усъвършенстването на сделките по преобразуване. Паралелно с интернационализацията, реструктурирането на компаниите става масово явление и придобива големи мащаби. В такива условия корпоративните трансформации са важен стратегически инструмент за бизнес-планиране и за осигуряване на силни пазарни позиции. Успешните дружествени реорганизации допринасят за реализирането на сериозни приходи и

³⁰ Saboo, S. & Gopi, S., Comparison of Post-Merger Performance of Acquiring Firms (India) involved in Domestic and Cross-Border Acquisitions, MPRA paper, No. 19274, University Library of Munich, Munich.,2009, <https://ideas.repec.org/p/pra/mprapa/19274.html>

³¹ Gaughan, P., A., Mergers, Acquisitions and corporate restructuring, Fifth Edition. John Wiley & Sons, 2011, p. 12.

³² Младенова, З., Глобализация на икономиката и новата парадигма на развитието. Варна: Изд. „Наука и икономика”, 2015, с. 7-8.

предоставят търговски или тактически предимства на реструктурирания бизнес. Доказателство за това са компаниите с най- висок рейтинг в световен мащаб, умело приложили или балансирано съчетали придобиванията, сливанията, отделянето и разделянето на бизнеси.

Либерализацията на световната търговия и валутното регулиране осигуряват увеличаване на броя на сливанията и поглъщанията, извършени на базата на размяната на ценни книжа, без да се харчат значителни суми пари.³³

Формирането на индустриални и финансови конгломерати, създаването на транснационални корпорации (ТНК) е характерно за този етап.

През 90-те години причината за дейностите по сливания и поглъщания е желанието на компаниите да осигурят стабилност в контекста на променящите се пазари. В западните страни в условията на остра конкуренция и повишена външна несигурност преобладава хоризонталният тип сливания и поглъщания.

Шеста вълна на сливания и поглъщания.

Тази вълна, настъпила в началото на 21-ви век, и е задвижена от технологичния напредък, главно в областта на телекомуникационните услуги и информационните технологии. Намаляването на ефективността на обмена на информация и в резултат на това на контролируемостта, когато корпорациите достигнат определен мащаб, възпрепятства по-нататъшното им развитие. С появата на решения като електронна търговия и управление на електронни документи, потенциалът за по-нататъшен растеж на такива корпорации се увеличава значително. Евтината и ефективна комуникационна мрежа позволява на транснационални корпорации (ТНК) да предлагат различни компоненти от производството в различни страни, като същевременно се поддържа пряк контрол върху стоковите и финансовите потоци. Съвременните технологии, първо, намаляват необходимостта от физически контакти между производители и потребители, и второ, те позволяват нови продукти и услуги, които не са били

³³ <https://www.wto.org/>

представени преди това на международните пазари, да станат обекти на търговия. Освен това разходите за обслужване на са значително намаляват.

Състоянието на американските финансови пазари от 2005 до 2007 г. се характеризира с експлозия на М&А под формата на LBO³⁴ и частни инвестиции (сделки, финансирани от частни дружества с ограничена отговорност) и увеличаване на броя на сложни финансови инструменти, подкрепени от пулове дългови облигации с различни нива на риск. Много транзакции са под формата на модифицирани дългове (т.е. дългове, придобити от застрахователи за продажба на други и инвеститори), откъдето има разсейване на дългова отговорност.³⁵

Спадът на цените на вътрешния пазар и поредицата от високи стойности през 2007 г. предизвикват загрижеността на кредиторите, че пазарната оценка на активите на М&А е значително по-ниска от счетоводната им оценка³⁶. Така банките, поради изискванията на регулаторите, се налага да преоценят активите и да намалят капитала. Отчитайки необходимостта от спазване на задължителните стандарти, включително съотношението капитал / активи, банките ограничават отпускането на нови заеми. Тази ситуация доведе до нестабилност на финансовите пазари през 2008 г. Ситуацията се влоши от повишаването на цените на петрола през 2007 г. и първата половина на 2008 г., което доведе до глобалната финансова криза от 2008-2009 г. и едновременен спад в дейностите по сливания и поглъщания, особено в области, където е използван капитал с ливъридж (LBO).³⁷

Проведеният исторически анализ на вълните на сливания и поглъщания позволява да се определят факторите, които влияят значително върху динамиката на пазара на сливания и поглъщания.

³⁴ Leveraged Buyout - Изкупуване на ливъридж, дългосрочно финансиране.

³⁵ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2007bg.pdf>, с.27-29.

³⁶ Пак там.

³⁷ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010bg.pdf>

Първо, законодателството, по-специално антитръстовото регулиране, е особено важен специфичен фактор. Например в Съединените щати регулаторните органи за сливания и поглъщания са контролборът на валутата, Федералната корпорация за застраховане на влоговете и Федералният резерв. Техните правомощия включват разглеждане на основанията за планирани сливания и поглъщания, след което, ако бъде взето положително решение, материалите се предават на върховния антимонополен орган - Министерството на правосъдието, който установява основните правила и принципи, уреждащи възможността за извършване на такива сделки.³⁸

На второ място, високата динамика на пазара на сливания и поглъщания се осигурява от ниски лихвени проценти, което прави възможно привличането на външни финансови ресурси за целите на поглъщанията, а също така определя високи печалби за компаниите инвеститори. Непряко потвърждение на този аргумент може да се намери във факта, че с помощта на пари в брой се изплащат около 60% от стойността на всички сливания и поглъщания, а делът на акциите като платежно средство намалява.

На трето място, ръстът в броя на сливанията и поглъщанията се влияе от правилата, регулиращи външноикономическите отношения между страните. В случай на сделки между компании от различни държави, страните не могат да предлагат опции в замяна на акции и са принудени да плащат в брой. В същото време значителна роля играе забавянето на темпа на икономически растеж, което прави сделките за сливания и поглъщания твърде скъпи.

Общото между всички вълни е, че активността на сливания и поглъщания се увеличава по време на периоди на стабилен икономически растеж в присъствието на ниски или намаляващи лихвени проценти и растящи цени на фондовите пазари.

³⁸ Предложение за резолюция, В7-0609/2010 от 3.11.2010г.
https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/B-7-2010-0609_BG.pdf

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА:

1. Данаилов, Д. Сливанията и поглъщанията в бизнеса – реалност и предизвикателство, В., 2002.
2. Иванова, В., Процесът на сливания и поглъщания в международния банков бизнес, Издателски център на ВСУ „Черноризец Храбър“, Варна, 2022.
3. Иванова, В., Сливанията и поглъщанията в международния бизнес, Университетско издателство на ВСУ „Черноризец Храбър“, Варна, 2012.
4. Младенова, З., Глобализация на икономиката и новата парадигма на развитието. Варна: Изд. „Наука и икономика“, 2015.
5. Филипова, Ф., С. Тодорова, Отчитане на бизнес комбинации и реструктурирания между предприятия под общ контрол: Поглед върху българската практика (част първа). - ИДЕС, 2015.
6. Миловидов К.Н., Коржубаев А.Г., Здер Л.В. Нефтегазообеспечение глобалной жонимики: Учебное пособие. - М.: ЦентрЛитНефтеГаз.
7. Bradley, M., A. Desai, E. Kim. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. // Journal of Financial Economics, 1988, №21.
8. Gibbs, K.L., Accounting Management and Control, John Murray (Publisher) Ltd., London., 2007.
9. Ismail, T.H., Abdou, A.A., & Annis, R.M., Exploring Improvements of Post- Merger Corporate Performance: The Case of Egypt, The Icfai University Journal of Business Strategy, 2010.
10. Kinshore, R.M. Financial Management, Taxman Allied Services Ltd., New Delhi. 2004.
11. Mishra, P. & Chandra, T., Mergers, Acquisitions and Firms“ Performance: Experience of Indian Pharmaceutical Industry, Eurasian Journal of Business and Economics, 3(5), 2010.

12. Kling, G., The Long Term Impact of Mergers and the Emergence of a Merger Wave in Pre-World War I Germany, *Explorations in Economic History*, 43(4), 2006.
13. Geymayer, Tröthan, *Grundlagen des Umgründungsrecht Zivilrechtliche und außersteuerliche Aspekte*, Lexis Nexis, 2014.
14. Helbich, Wiesner, *Umgründungen auf der Grundlage des Umgründungssteuergesetzes* 5.
15. Schwarz, *Das Verbot der Einlagenrückgewähr bei Verschmelzungen*, 2017.
16. Saboo, S., Gopi, S., *Comparison of Post-Merger Performance of Acquiring Firms (India) involved in Domestic and Cross-Border Acquisitions*, MPRA paper, No. 19274, University Library of Munich, Munich, 2009, <https://ideas.repec.org/p/pra/mprapa/19274.html>
17. Mayr in Fraberger/Hirschler/Kanduth-Kristen/Ludwig/Mayr (Hrsg), *Handbuch Sonderbilanzen, Band II: Umgründungen*, 2010.
18. Sterman, I.A., *Mergers and Acquisition*, Oxford University Press, New York, 2002.
19. Yeh, T. and Hoshino, Y., *Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu Related and Independent Mergers, Japan and the World Economy*, 2002.
20. Homberg, F., Rost, K., Osterloh, M., *Do synergies exist in related acquisitions? A meta - analysis of acquisition studies*. *Review of Managerial Science* , No. 3, 2009.
21. Linn, S. C., and Z. Zhu., “Aggregate merger activity: New evidence on the wave hypothesis”. *S. Econ. Journal* 64, 1997.
22. Brealey, M., *Principles of Corporate Finance*, 10th edition, 2011.
23. Schwert, W., ‘Markup pricing in mergers and acquisitions’, *Journal of Financial Economics*, Vol.41, 1996.

24. Smit, C.J.B., 'The impact of large acquisitions on the share price and operating financial performance of acquiring firms listed on the JSE', MBA thesis, Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria, 2005.

25. Gaughan, P., A., Mergers, Acquisitions and corporate restructuring, Fifth Edition. John Wiley & Sons, 2011.

26. <https://www.wto.org/>

27. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2007bg.pdf>,

28. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010bg.pdf>

29. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/B-7-2010-0609_BG.pdf

За контакти:

Лора Пейчева,

докторант към катедра „Икономика“

на ВСУ „Черноризец Храбър“

E-mail: lorsan@abv.bg