

**Федунова К.А.**

## **Сделки по слияниям и поглощениям как альтернатива IPO**

*Федунова Кристина Андреевна* — аспирант, факультет государственного управления, МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, РФ.

E-mail: [FedunovaCA@spa.msu.ru](mailto:FedunovaCA@spa.msu.ru)

SPIN-код РИНЦ: [1447-6062](http://www.rincc.ru/1447-6062)

### **Аннотация**

В статье рассматривается альтернативный способ выхода компании на фондовый рынок путем проведения сделки по слияниям или поглощениям (Mergers and Acquisitions, M&A). Автор делает выводы о вероятности выбора IPO (Initial Public Offering) и сделки M&A в зависимости от характеристик рынка. Целью данного исследования является анализ механизма проведения обратных поглощений на американском внебиржевом рынке ценных бумаг OTC Markets Group.

Были выявлены трудности и обоснована необходимость выбора листинга с черного входа. Дана интерпретация компаний-оболочек и их видов. Автор проанализировал ограничения и требования, предъявляемые Комиссией США по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission, SEC) к компаниям, торгуемым в одной из трех категорий OTCQX, OTCQB и OTC Pink. В статье рассмотрены стадии обратного поглощения. Подчеркивается особая значимость due diligence (поиск, анализ и сопоставление множества различных элементов бизнес-процесса).

### **Ключевые слова**

Слияния и поглощения, IPO, обратное поглощение, компания-оболочка, внебиржевой рынок.

Сегодня идея внедрения инноваций в финансовом мире находит свое отражение в создании различных практик, позволяющих экономить время, увеличить существующие выгоды и ускорить процессы, связанные с различными операциями. Сделки по слияниям и поглощениям (Mergers and Acquisitions, M&A) являются одними из последствий внедрения такой инновационной практики в уже традиционный путь приобретения публичного статуса на мировых рынках ценных бумаг через IPO (Initial Public Offering). Такой вариант развития событий называется листингом с чёрного хода (от англ. Backdoor Listing), когда частная компания использует альтернативные пути выхода на международную фондовую биржу<sup>1</sup>. Сделка M&A помогает частной компании избежать проблем, характерных для процесса IPO, и позволяет ускорить публичный листинг. На текущий момент слияния и поглощения могут стать предпочтительным вариантом выхода на биржу для российских компаний, которые спешат получить публичный статус без соответствия сложным требованиям листинга через IPO.

---

<sup>1</sup> Brown P.R., Ferguson A., Lam P. Choice between alternative routes to go public: Backdoor listing versus IPO // 2010 AFAANZ Conference Website Proceedings, NA. Christchurch: 2010. PP. 503–530.

В целом слияние подразумевает объединение двух или нескольких компаний, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает своё существование<sup>2</sup>. В результате поглощающая компания присоединяет к себе активы другой компании. Под поглощением понимается приобретение одной компании другой, при которой первая сохраняет свою экономическую и юридическую самостоятельность. Важно отметить, что все активы поглощённой компании переходят во владение компании-поглотителя.

Данные по количеству и объёму совершенных сделок М&А по состоянию на конец 2017 г. представлены на Рисунке 1.



**Рисунок 1. Количество и объем сделок М&А в мире (2008–2017 гг.)<sup>3</sup>**

Согласно институту IMAA, 2015 год стал самым надежным для рынка слияний и поглощений с 2007 года. В 2016 и 2017 годах наблюдается рост количества сделок с одновременным сокращением объема, что говорит об использовании инструмента М&А некрупными компаниями. Самыми активными отраслями в 2017 году стали фармацевтика, здравоохранение, технологии и телекоммуникации. Это отрасли, связанные в той или иной степени с созданием инноваций.

Процесс IPO представляет собой первую публичную продажу или распределение акций компании на фондовом рынке. Для многих предпринимателей IPO является маркером успеха компании, когда ее доходы достаточны, чтобы гарантировать публичную собственность. Однако, для того чтобы выйти на IPO, компании

<sup>2</sup> Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний, 4-е издание. М.: Альпина Паблишерз, 2010. С. 21.

<sup>3</sup> Number and Value of M&A Worldwide / IMAA — Institute for Mergers, Acquisitions & Aliances [Official Site]. URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (accessed: 24.04.2018).

необходимо выполнить ряд затратных по временным и материальным рамкам процедур.

Данные по количеству и объёму совершенных IPO в мире по состоянию на конец 2017 г. представлены на Рисунке 2.



Рисунок 2. Количество и объем сделок IPO в мире (2008–2017гг.)<sup>4</sup>

Согласно данным Ernst&Young, в 2016 году количество совершенных IPO сократилось на 13%, а объем сделок — на 32%. Это связано с экономической и политической нестабильностью: неожиданные результаты голосования по выходу Великобритании из Европейского союза, резкие скачки цен на нефть, выборы президента США. Зато в 2017 году глобальный рынок IPO отвоевал свои позиции и показал лучшие результаты с 2007 года по количеству сделок, увеличив их на 48% по сравнению с 2016 годом. Оживление экономики обусловлено низкой волатильностью по регионам и новым аппетитом к трансграничным IPO, особенно в США, Гонконге и Лондоне. Такая динамика дает основания предполагать, что рост активности IPO продолжится и в 2018 году.

В последнее время на финансовых рынках наблюдается *тренд «двойного пути»* (от англ. dual-track process), когда компания одновременно занимается

<sup>4</sup> Global IPO market climbs to 10-year high in 2017 / Ernst & Young [Электронный ресурс] URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017/\\$FILE/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017/$FILE/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017.pdf) (accessed: 24.04.2018).

подготовкой двух процессов: регистрацией документов на IPO и рассмотрением предложений о слияниях или поглощениях<sup>5</sup>. Такой подход стимулирует повышенную конкуренцию между стратегическими инвесторами, что позволяет максимизировать доход и провести всестороннюю аналитику как финансовых, так и стратегических инвесторов. В итоге компании необходимо выбрать наиболее подходящую для неё стратегию. Иногда предусматривается ещё и третий вариант развития ситуации с использованием мусорных облигаций, в таком случае проводятся все три процесса на параллельной основе (от англ. triple-track process).

На данный момент невозможно определить, сколько компаний выбрали стратегию двойного или тройного пути, поскольку нет формального признака, по которому их можно было бы различить, так как возможное слияние или поглощение рассматривается как стадия переговоров и часто не упоминается в прессе или какой-то статистике.

Выбор между IPO и сделкой M&A может быть обусловлен спецификой рынка, а именно уровнем монополизации и степенью инновационности. Уровень монополизации рынка можно детерминировать, используя индекс концентрации, индекс Линда и индекс Херфиндаля-Хиршмана. Расчёт пороговой доли рынка происходит путём определения «суммарной доли нескольких крупнейших фирм в общем объёме рынка»<sup>6</sup>. С 1982 г. в США индекс Херфиндаля-Хиршмана законодательно используется при оценке допустимости проведения M&A.

Таким образом, высококонцентрированные рынки менее подвержены слияниям и поглощениям, низкий потенциал для объединения и антимонопольное законодательство делают их проведение затруднительными. Однако в то же время выживание небольших компаний в таких условиях находится под угрозой, поэтому сделка по поглощению может рассматриваться ими как вариант развития. И наоборот, слияния и поглощения будут чаще встречаться в раздробленных, фрагментированных отраслях. Стоит отметить, что не все отрасли рынка стремятся к одинаковой концентрации, так как это может привести к их низкой эффективности. Но можно

---

<sup>5</sup> Brau J.C., Sutton N.K., Hatch N.W. Dual-track versus single-track sell-outs: An empirical analysis of competing harvest strategies // Journal of Business Venturing. 2010. № 25 (4). PP. 389–402.

<sup>6</sup> Баран В., Баран Е. Количественные показатели уровня монополизации рынка // Вестник Российского университета кооперации, 2014. № 2 (16). С. 112–113.

предположить, что при высоком уровне концентрации сделки M&A менее вероятны, чем проведение IPO.

Если говорить о степени инновационности рынка, то сегодня вырос интерес инвесторов к молодым компаниям, занимающимся разработками в сфере высоких технологий. Это стимулирует новые компании выбирать IPO в попытках достичь успеха, подобного Square, Atlassian, Match Group, Fitbit и GoDaddy<sup>7</sup>. Но нельзя забывать о том, что выбор IPO тесно связан с раскрытием конфиденциальной информации, которая для высокотехнологичных компаний играет не последнюю роль. Более того, согласно исследованию Стэнфордской Высшей Школы Бизнеса<sup>8</sup>, после проведения IPO инновационная деятельность снижается на 40% из-за размывания собственности и боязни осуществлять нестандартные разработки, которые могут не принести необходимых результатов для привлекательных финансовых отчётов. Поэтому за последние годы инновационный мотив стал одним из лидирующих факторов совершения сделки M&A, которая может проходить в условиях конфиденциальности и отличается высокими премиями, выплачиваемыми технологическим компаниям по сравнению с другими рынками. Обмен инновациями выгоден как для крупных компаний, которые получают новый патент или изделие, так и для малых, выживание которых в условиях постоянной конкуренции всегда находится под угрозой. В таком случае можно предположить, что для инновационных компаний проведение IPO менее вероятно, чем проведение M&A. Однако в будущем благодаря тому, что IPO обеспечит компанию публично торгуемыми акциями, можно провести поглощение, используя их как способ оплаты.

Стоит также отметить, что частные компании с высоким уровнем заёмных средств рассматриваются инвесторами с высокой долей подозрения. Такие компании будут серьёзно недооценены в IPO и вынуждены при этом платить большие деньги финансовым консультантам.

Если компания готова воспользоваться листингом с чёрного входа, то основным механизмом будут обратные слияния или обратные поглощения. Эту стратегию называют альтернативное публичное предложение — APO (Alternative

---

<sup>7</sup> *Авакян Н.* Самые успешные IPO в высоких технологиях / Портал трейдинговой компании United Traders [Электронный ресурс] URL: <https://utmagazine.ru/posts/16949-samye-uspeshnye-ipo-v-vysokih-tehnologiyah>

<sup>8</sup> Are IPOs Good for Innovation? / Graduate School of Stanford Business [Official Site]. URL: <https://www.gsb.stanford.edu/insights/are-ipos-good-innovation> (accessed: 20.04.2018).

Public Offering)<sup>9</sup>. Оно представляет собой комбинацию двух транзакций: обратное поглощение или слияние и привлечение инвестиций, которое может произойти после обратного поглощения путем частного размещения акций (Private Investment in Public Equity, PIPE) или вторичного публичного размещения акций (Seasoned Equity Offering, SEO). Рассмотрим подробнее первую стадию.

*Обратное слияние* (Reverse Merger, RM) — это объединение двух компаний, одна из которых является частной, а другая — публичной, для образования новой компании с публичным статусом. *Обратное поглощение* (Reverse Acquisition, RA) представляет собой выкуп частной компанией публичной, результатом которого является исчезновение поглощённой компании с приобретением публичного статуса для компании-поглотителя. Далее в статье будет обобщённо использоваться термин «обратное поглощение».

Одним из важных отличий между IPO и обратным поглощением является миссия, которая закладывается в проводимую транзакцию. Целью IPO является продажа пакета акций компании сторонним инвесторам, а целью обратного поглощения — только выход компании на фондовый рынок<sup>10</sup>. Временные затраты, направленные на достижение необходимого уровня ликвидности после RM, равны 1 году, а по стоимости маркетинговой кампании среди потенциальных инвесторов превышают \$1 млн.

В целом обратное поглощение направлено на относительно быстрое (от 2 до 8 месяцев) получение публичного статуса для частных компаний через сделку с *компанией-пустышкой, или компанией-оболочкой, или шелл-компанией* (Shell Company), акции которой свободно продаются на бирже. Под шелл-компанией подразумевается «компания, которая надлежащим образом создана и существует, но не вела и не ведёт деловых операций, или корпорация, не имеющая существенных активов и не ведущая серьёзных операций, создаваемая для смягчения налоговых условий для других компаний»<sup>11</sup>. Компания-оболочка рассматривается как быстрый и недорогой способ выхода другой компании на фондовый рынок.

---

<sup>9</sup> Suli Y. Study on Exit Mechanism for Private Equity Investment // Canadian Social Science, 2009. № 5 (2). PP. 18–24.

<sup>10</sup> Adjei F., Cyree K.B., Walker M.M. The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs // Journal of Economics and Finance, 2008. № 32 (2). PP. 176–194.

<sup>11</sup> Жуковская Н. Глоссарий венчурного предпринимательства. СПб.: Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ), 2011. С. 237.

История обратных поглощений началась в 1956 г., когда нефтяной магнат Арманд Хаммер совершил первую подобную сделку и вывел свою компанию Occidental Petroleum на биржу путём инвестирования в публичную компанию-пустышку. После его успеха обратные поглощения стали рассматриваться как эффективный метод достижения публичности и получили широкое распространение, начиная с 1980 гг. Первоначально сделки по обратным поглощениям заключались между двумя местными компаниями, однако затем такие транзакции стали использоваться для получения доступа на американские фондовые рынки. На данный момент большая часть сделок осуществляется китайскими компаниями с привлечением американских шелл-корпораций.

Можно выделить несколько причин проведения обратного поглощения: оперативность проведения процедуры, меньший уровень затрат, не такой охват раскрытия информации, малое количество потенциальных инвесторов<sup>12</sup>. Для RM не требуется андеррайтер, комиссия которого при IPO составляет около 6–10% от объема размещения. В целом стоимость обратного поглощения находится в диапазоне от \$300.000 до \$550.000, включая затраты на проведение информационного меморандума, аудита компании-клиента, а также издержки по юридической проверке и приобретению компании-пустышки.

Шелл-компании можно найти на внебиржевом рынке (Over-the-Counter, OTC). Самой крупной внебиржевой площадкой является *OTC Markets Group*, где выделено три категории, к которым можно отнести торгуемые на ней компании: *самая надёжная OTCQX*, *более высокорисковая OTCQB* и *наиболее непредсказуемая OTC Pink*<sup>13</sup>. В зависимости от того, в какой категории представлена компания, можно оценить своевременность подготовки и выгрузки в публичный доступ ее финансовой отчётности, а также получить представление о надёжности компании. Рассмотрим подробнее каждую из обозначенных выше категорий.

OTCQX часто рассматривается некоторыми компаниями как последний шаг к листингу на NASDAQ или NYSE. Другие рассматривают эту категорию как качественную альтернативу традиционного биржевого листинга, которая позволяет

---

<sup>12</sup> Савалей В.В. К оценке эффективности финансирования сделок по слиянию и поглощению // Известия Дальневосточного федерального университета, 2007. Экономика и управление. № 4. С. 28-30.

<sup>13</sup> Duffie D., Gârleanu N., Pedersen L.H. Over-the-Counter Markets // *Econometrica*, 2005. № 73 (6). PP. 1815–1847.

значительно экономить средства на схожие услуги бирж. Для того, чтобы попасть на рынок OTCQX, компаниям необходимо соответствовать следующим требованиям: быть в листинге на иностранной бирже, соответствовать МСФО (Международные стандарты финансовой отчётности), включая минимальную рыночную капитализацию в размере 10 млн долл. США и минимальную цену предложения — 0,25 долл. США, а также предоставить рекомендательное письмо от спонсора OTCQX. Компании-пустышки и компании, находящиеся на грани банкротства или в стадии реорганизации, теоретически не могут попасть на данный рынок.

В категории OTCQX на текущий момент представлено 410 компаний из 24 стран, среди которых преобладают компании из Америки (161 компания, например, Atlas Energy Group, Hunter Oil Corp, OmniComm Systems, Track Group и другие) и Канады (107 компаний, например, Air Canada, Dynasty Metals&Mining, GoldMining, SilverCrest Metals и другие). Также присутствуют корпорации из Великобритании (26 компаний, например, Bahamas Petroleum Company, EasyJet, Marks&Spencer Group и другие), а также 4 компании из России — Газпром нефть, ТМК, Ростелеком и РусГидро. Размер рыночной капитализации данной категории в июне 2017 г. составлял 1,4 трлн долл. США, согласно официальному сайту OTC Markets<sup>14</sup>.

Категория OTCQB не выдвигает требований по минимальной рыночной капитализации и имеет пониженную минимальную цену предложения — 0,01 долл. США. Здесь, как правило, представлены небольшие и развивающиеся компании, которые ещё не соответствуют OTCQX.

Для поиска компаний-пустышек идеально подойдёт категория OTC Pink<sup>15</sup>. На данном рынке отсутствуют финансовые стандарты или требования к отчётности. Здесь представлены компании, которые ограничивают раскрытие своей финансовой информации, являются мусорными или пустыми, а также проблемные компании, которые не хотят или не могут предоставить адекватную информацию инвесторам. Поскольку рынок Pink требует наименьшей степени раскрытия информации о компании, инвесторам настоятельно рекомендуется проявлять осторожность и тщательно изучать компании перед принятием инвестиционных решений.

---

<sup>14</sup> OTCQX International / OTC Markets Group Inc [Official Site]. URL: <https://www.otcmarkets.com/corporate-services/get-started/otcqx-international> (accessed: 25.04.2018).

<sup>15</sup> Bushee B.J., Leuz C. Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board // Journal of accounting and economics. 2005. Vol. 39. № 2. PP. 233–264.

На рынке Pink компании подразделяются ещё на три подкатегории по глубине и своевременности информации, которую они предоставляют инвесторам: Current Information (текущие данные), Limited Information (ограниченные данные) и No Information (нет данных). В первом случае компании вовремя загружают актуальную финансовую отчётность. Для квартальных отчётов — не позднее 45 дней окончания квартала, для годовых отчётов — не позднее 90 дней окончания года. Для подкатегории OTC Pink Limited Information характерно частичное предоставление данных. Обычно это компании находящиеся на стадии банкротства.

OTC Pink No Information является самым рискованным сектором OTC Markets Group и отличается отсутствием раскрытой отчётности. В этой категории можно встретить несуществующие компании, которые прекратили свою деятельность, а также компании с сомнительными практиками управления и раскрытия информации на рынке.

Дополнительно на рынке OTC Markets Group используются два статуса для определения крайне рискованных и неблагонадёжных компаний: Caveat Emptor и Grey Market. Статус Caveat Emptor, или «Пусть покупатель будет осторожен», присваивается компаниям, чья деятельность стала предметом общественного интереса: сомнительное продвижение акций, обвинение в мошенничестве, приостановление деятельности регулирующими органами и т.п. Пометка Grey Market, или «Серый рынок», ставится тем компаниям, которые не прибегают к услугам брокеров, а действуют напрямую. Отсутствие информации о движении котировок существенно снижает прозрачность торгов этими ценными бумагами.

Таким образом, компанию-пустышку можно найти на рынке OTC Markets Group во всех категориях, но в категории Pink и OTCQB с высокой долей вероятности. На рынке представлено довольно много компаний, которые предлагают свои услуги по подбору shell-компаний. На специализированных сайтах, например, Public Shells for sale, можно оставить запрос с просьбой подобрать интересующую компанию-пустышку по заданным критериям: OTCQX, OTCQB, OTCPink и Form10 (об этом типе компании будет рассказано далее) при написании запроса на сотрудничество.

Можно выделить несколько *типов компаний-оболочек*. В зависимости от регулярности подаваемой отчётности в Комиссию США по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission, SEC) различают отчитывающиеся и не отчитывающиеся («спящие») компании-пустышки. Существует также деление на

компании, специально созданные для сделки обратного поглощения и не ведущие предпринимательскую деятельность, и ранее функционировавшие компании, которые стали пустышкой (продажа дочерних компаний, банкротство и т.д.), но сохранившие листинг на фондовой бирже. Первый тип компаний называют денежными оболочками (от англ. Cash Shells), поскольку их единственным оставшимся активом являются денежные средства, полученные от ликвидации всех ранее существовавших торговых активов. Соответственно, их главным достоинством, помимо доступа на биржу, является денежные средства, готовые в любой момент стать инвестициями для другой компании. Средний размер денежных средств такой денежной оболочки на Лондонской фондовой бирже оценивался в 5 млн фунтов стерлингов.

Различают два типа Cash Shell: «чистые» денежные оболочки (от англ. Clean Cash Shells), или по-другому их называют компаниями незаполненного листа (от англ. Blank Check Companies), а также «грязные» денежные оболочки (от англ. Dirty Cash Shells)<sup>16</sup>. «Чистыми» денежными оболочками являются компании, формируемые профессионалами с единственной целью поиска подходящего частного бизнеса для его поглощения и увеличения стоимости чистой компании-оболочки. Обычно Clean Cash Shell — это новая компания без какой-либо торговой истории и долгов, что значительно снижает риски по поглощению для компании-цели.

К данной категории можно отнести ранее обозначенные SPAC-компании — специальные фирмы по приобретению акций, созданные в 2003 году компанией Early Bird Capital Inc. Данные компании зарегистрированы в SEC и торгуются на рынке OTCBB после их первичного публичного размещения. Целью SPAC является поиск и приобретение компаний посредством поглощений, обмена акциями или других транзакций<sup>17</sup>.

Также примером Clean Cash Shells являются компании-оболочки, называемые Form 10. Эти фирмы не торгуются, у них нет оборотов, нет долгов и нет номинального количества акционеров. Их цель идентична SPAC, но такие компании не обременены формальными структурами, они могут быстро заключить сделку, поскольку не требуется собрания акционеров, так как часто есть только один или два акционера.

---

<sup>16</sup> Bendelow H. The Cash Shell Guide. Demystifying the process / Holland Bendelow [Электронный ресурс] URL: <http://www.hbcg.co.uk/wp-content/uploads/2013/04/Holland-Bendelow-2015-cash-shell-guide.pdf> (дата обращения: 22.02.2018).

<sup>17</sup> Hurduzeu G., Vlad L.B., Hurduzeu R. The Reverse Mergers — Alternatives to Initial Public Offerings. // Business Excellence and Management. 2012. № 2 (2). PP. 71–78.

Аналогичным образом легко управляются вопросы структуры акций и оценки. Поэтому компании-оболочки типа Form 10 исключают риски, связанные с незаконным выводом акций из приобретённой компании.

Для «грязных» денежных оболочек характерна иная стратегия действий: они, наоборот, выступают в роли компаний-целей для поглощения. Такие компании ранее функционировали как обычные, поэтому перед проведением сделки покупателю необходимо провести всесторонний дью дилидженс (Due Diligence): изучить торговую историю, выявить причины превращения в компанию-пустышку, изучить потенциальные обязательства, среди которых могут быть долги перед предыдущими клиентами, договорные обязательства с поставщиками, соглашения с банками и другими кредиторами, налоговые обязательства и другие<sup>18</sup>. Обычно Dirty Cash Shells выкупаются профессионалами или выставляются на продажу акционерами.

Можно выделить *три этапа проведения обратного поглощения*: внутренняя подготовка компании, due diligence и переговоры по условиям приобретения и закрытие обратного поглощения. Рассмотрим каждый из них подробнее.

1) Внутренняя подготовка компании. Это самая трудоёмкая и сложная часть процесса обратного поглощения. На данном шаге необходимо выбрать и организовать группу финансовых экспертов для проведения аудита, найти подходящую компанию-оболочку, удостовериться в наличии у неё отчётности на сайте SEC за последние два года и тщательно ее изучить. Предполагается, что финансовая отчётность обеих компаний соответствует требованиям МСФО и ГААП (Общепринятые принципы бухгалтерского учёта, от англ. Generally Accepted Accounting Principles), и аудиторам необходимо только согласовать финансовую отчётность с ГААП США, который включает в себя ряд принципов: принцип двусторонности, принцип денежного измерения, принцип автономности предприятия, принцип непрерывности, принцип себестоимости, принцип консерватизма, принцип материальности, принцип реализации, принцип соответствия, принцип учёта по начислению. Многие компании часто терпят неудачу из-за недостаточной осмотрительности и становятся жертвами обмана или мошенничества. Согласование обычно длится не более трёх месяцев, но

---

<sup>18</sup> *Angwin D.* Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers // *Journal of world business.* 2001. Vol. 36. № 1. С. 32–57.

может занять шесть в случае несоответствия требованиям МСФО и ГААП. Второй этап должен начаться во время данного аудита и завершиться до его окончания.

2) Due diligence и переговоры по условиям приобретения. На этом шаге заключается договор о намерениях и обсуждаются основные условия обратного поглощения: процентное распределение, членство в совете директоров, алгоритм управления компанией, способность продавать акции и т.д. Проводится due diligence — поиск, анализ и сопоставление множества различных элементов бизнес-процесса. Он помогает покупателям определить, что они покупают. Дью дилижанс проводится как для внешней, так и для внутренней информации<sup>19</sup>. Внешняя информация включает в себя макроэкономический анализ; региональный анализ; анализ тенденций отрасли; прогнозирование роста и анализ степени конкуренции в отрасли. Внутренняя информация содержит в себе данные об оперативном управлении, основных финансовых показателях, интеллектуальной собственности, ИТ-системе, а также охватывает сведения о корпоративной структуре, подразделениях и человеческих ресурсах. Важно убедиться, что компания-пустышка не имеет потенциальных или непредвиденных обязательств, связанных с прошлым бизнесом или управлением, а также имеет структуру капитализации, позволяющую выпускать достаточное количество акций. Этот этап может занять от двух до четырёх недель.

3) Закрытие обратного поглощения. Данный этап начинается с составления документации по сделке, которая включает следующее: соглашение об обмене акциями, документы по финансированию, Super 8-K. Super 8-K включает в себя всестороннюю информацию о предполагаемом приобретении и изменении контроля, включая все данные по Форме 10 (информация о бизнесе компании, ее соглашениях, факторах риска, директорах и должностных лицах), MD&A (обязательное раскрытие финансовой отчетности и анализ экономических результатов деятельности эмитента со стороны руководства компании от англ. Management's Discussion & Analysis)<sup>20</sup> и аудит финансовых отчетов за два года. Super 8-K должна быть подана в течение четырёх дней после закрытия обратного поглощения, поэтому ее необходимо составлять сразу после подписания письма о намерениях.

---

<sup>19</sup> Perry J.S., Herd T.J. Reducing M&A risk through improved due diligence // Strategy & Leadership. 2004. Vol 32. № 2. PP. 12–19.

<sup>20</sup> Clarkson P.M., Kao J.L., Richardson G.D. The voluntary inclusion of forecasts in the MD&A section of annual reports // Contemporary accounting research. 1994. Vol. 11. № 1. PP. 423–450.

Существует ряд требований, предъявляемых SEC к компаниям, выходящим на биржу через обратное поглощение. Сформировавшаяся компания должна раскрыть всю необходимую информацию о проведённой сделке обратного поглощения SEC, включая финансовые результаты объединённого предприятия. Дополнительно приобретённые ценные бумаги должны торговаться на внебиржевом рынке США или другой национальной бирже не менее чем один год после завершения обратного слияния до подачи заявки на листинг. Более того, компании необходимо поддерживать минимальную цену закрытия акций от 2 до 4 долл. США не менее 30 из последних 60 торговых дней. Также компания должна подать как минимум один отчёт за полный финансовый год. Эти правила стали реакцией на обвинения в 2010 г. в мошенничестве при подготовке финансовой отчётности китайскими компаниями, выходящими на биржу США<sup>21</sup>.

Отдельно необходимо рассмотреть правило 144A Комиссии по ценным бумагам и биржам. Согласно ему, ценные бумаги, выпущенные бывшей компанией-оболочкой, не доступны для перепродажи при невыполнении следующих требований:

- 1) Прошёл один год с момента подачи эмитентом информации по Форме 10, которая отражает его статус как лица, которое больше не является компанией-оболочкой.
- 2) Эмитент является действующей компанией во всех отчётах, поданных в SEC в течение предшествующего продаже года. Это правило называется «Вечнозелёное правило» (Evergreen Rule), без соблюдения которого ценные бумаги прежней компании-оболочки не могут быть проданы. Такое ограничение позволяет избежать ситуации, когда продажа произойдёт в то время, когда деятельность эмитента будет приостановлена. Данное правило действует для бывших компаний-оболочек бессрочно, даже если Эмитент давно перестаёт быть оболочкой и Форма 10 была подана им много лет назад.

Рассмотрим достоинства и недостатки получения компанией публичного статуса. Основными достоинствами выхода на биржу являются следующие моменты:

---

<sup>21</sup> After China fraud boom, Nasdaq steps up scrutiny of shady listings / MarketWatch [Official Site]. URL: <https://www.marketwatch.com/story/after-china-fraud-boom-nasdaq-steps-up-scrutiny-of-shady-listings-2016-06-20> (accessed: 25.04.2018).

- 1) Повышение уровня ликвидности компании. Акционеры приобретают доступ к иностранным инвестициям, существенно не размывая свой контроль над компанией. Облегчается доступ к традиционным кредитным ресурсам.
- 2) Повышение капитализации компании. Ее стоимость объективно оценивается рынком, поэтому при положительной динамике производственных и финансовых показателей акции компании становятся привлекательны для инвесторов и растут в цене, что приводит как к увеличению стоимости бизнеса, так и к увеличению долей каждого из акционеров в абсолютном выражении.
- 3) Повышение престижа организации, узнаваемости ее бренда, а также доверия со стороны инвесторов не только на товарном рынке или рынке услуг, но и на финансовом рынке из-за регулярных аудиторских проверок и подтвержденной прозрачности отчетов.
- 4) Возможность использования акций в качестве залога, средства платежа и поощрения сотрудников компании.
- 5) Дополнительная экономическая безопасность, благодаря нормам международного права. Неоправданные претензии к компании будут затруднены фактом наличия у неё распыленных иностранных акционеров, которые при этом не будут влиять на управление компанией и вмешиваться в вопросы корпоративного контроля.

К недостаткам превращения в публичную компанию можно отнести:

- 1) Высокие издержки в ходе подготовки и проведения IPO: оплата услуг внешних консультантов по сопровождению листинга и соответствию законодательным требованиям<sup>22</sup>.
- 2) Раскрытие информации в соответствии с требованиями Закона о торговле ценными бумагами от 1934 года (Securities Exchange Act of 1934)<sup>23</sup>. Компании необходимо предоставлять годовые, квартальные и текущие отчёты в установленной форме в Комиссию США по ценным бумагам и биржам (Securities & Exchange Commission, SEC).

---

<sup>22</sup> Лукашов А.В. Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (IPO) // Управление корпоративными финансами, 2004. № 4. С. 21–41.

<sup>23</sup> Malouf J., Prehearing O.F. Securities Exchange Act Of 1934 // Sec Docket. 2014. Vol. 110. № 3. P. 991.

- 3) Соответствие отчётности закону Сарбейнс-Оксли (Sarbanes-Oxley Act), действие которого распространяется не только на американские компании, но и на все компании, ценные бумаги которых зарегистрированы в SEC<sup>24</sup>. Согласно этому федеральному стандарту, в каждой публичной компании должен быть Комитет по аудиту, который отчитывается о своих результатах напрямую в SEC; сокращено до двух дней время предоставления отчётов по операциям с акциями; введён запрет на предоставление личных ссуд менеджменту компании; утверждена подпись всех докладов в SEC CEO (Chief Executive Officer) и CFO (Chief Financial Officer) для личной ответственности за предоставленные данные, а также приняты дополнительные меры по защите корпоративных информаторов.
- 4) Сокращение свободы действий менеджмента компании в связи с необходимостью согласования ряда вопросов с советом директоров или акционерами.

Компании необходимо принять решение по приобретению публичного статуса в зависимости от своих целей и стратегии развития. Обратное поглощение является одним из вариантов получения такого статуса. Поскольку оно не требует публичных мероприятий до момента осуществления, то может быть проведено в более короткий срок, чем IPO. Однако если целью компании является привлечение внешних финансовых средств, то общий срок увеличивается, поскольку требуется время для увеличения ликвидности акций, а также необходимо время на подготовку вторичного размещения. Важным моментом выбора IPO или сделки M&A является характеристика рынка по уровню монополизации и степени инновационности.

На текущий момент на американском рынке ценных бумаг созданы все условия для выхода компании в публичную сферу деятельности. Благодаря описанным выше ограничениям, процесс становления компании публичной является прозрачным. Обратные слияния и поглощения являются быстрыми, малозатратными сделками с оптимальным уровнем раскрытия информации, которые становятся качественной альтернативой IPO.

---

<sup>24</sup> Сухачева Г.И. Основные элементы системы контроля и надзора за бухгалтерской отчетностью // Все для бухгалтера. 2007. № 7. С. 15–22.

Российские компании могут законно использовать компании-оболочки для выхода на биржу и получения преимуществ публичного статуса. Снизить риски проведения обратного поглощения можно с помощью аудита отчётности выбранной компании на сайте SEC, всестороннего due dilligence, а также обращения в специальные агентства по подбору безопасных компаний-пустышек. Соблюдая упомянутые выше правила, возможно достичь синергии в получении публичного статуса.

#### **Список литературы:**

1. *Авакян Н.* Самые успешные IPO в высоких технологиях / Портал трейдинговой компании United Traders [Электронный ресурс] URL: <https://utmagazine.ru/posts/16949-samy-e-uspeshnye-ipo-v-vysokih-tehnologiyah>
2. *Баран В., Баран Е.* Количественные показатели уровня монополизации рынка // Вестник Российского университета кооперации, 2014. № 2 (16). С. 112–113.
3. *Гохан П.А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний, 4-е издание. М.: Альпина Паблишерз, 2010.
4. *Жуковская Н.* Глоссарий венчурного предпринимательства. СПб.: Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ), 2011.
5. *Лукашов А.В.* Процесс приобретения капитала: первичное публичное размещение акций компании (IPO) // Управление корпоративными финансами, 2004. № 4. С. 21–41.
6. *Савалей В.В.* К оценке эффективности финансирования сделок по слиянию и поглощению // Известия Дальневосточного федерального университета, 2007. Экономика и управление. № 4. С. 25–41.
7. *Сухачева Г.И.* Основные элементы системы контроля и надзора за бухгалтерской отчетностью // Все для бухгалтера. 2007. № 7. С. 15–22.
8. (дата обращения 15.02.2018).
9. Are IPOs Good for Innovation? / Graduate School of Stanford Business [Official Site]. URL: <https://www.gsb.stanford.edu/insights/are-ipos-good-innovation> (accessed: 20.04.2018).
10. After China fraud boom, Nasdaq steps up scrutiny of shady listings / MarketWatch [Official Site]. URL: <https://www.marketwatch.com/story/after-china-fraud-boom-nasdaq-steps-up-scrutiny-of-shady-listings-2016-06-20> (accessed: 25.04.2018).

11. *Adjei F., Cyree K.B., Walker M.M.* The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs // *Journal of Economics and Finance*, 2008. № 32 (2). PP. 176–194.
12. *Angwin D.* Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers // *Journal of world business*. 2001. Vol. 36. № 1. С. 32–57.
13. *Bendelow H.* The Cash Shell Guide. Demystifying the process / Holland Bendelow [Электронный ресурс] URL: <http://www.hbcg.co.uk/wp-content/uploads/2013/04/Holland-Bendelow-2015-cash-shell-guide.pdf> (дата обращения: 22.02.2018).
14. *Brau J.C., Sutton N.K., Hatch N.W.* Dual-track versus single-track sell-outs: An empirical analysis of competing harvest strategies // *Journal of Business Venturing*. 2010. № 25 (4). PP. 389–402.
15. *Brown P.R., Ferguson A., Lam P.* Choice between alternative routes to go public: Backdoor listing versus IPO // 2010 AFAANZ Conference Website Proceedings, NA. Christchurch: 2010. PP. 503–530.
16. *Bushee B.J., Leuz C.* Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board // *Journal of accounting and economics*. 2005. Vol. 39. № 2. PP. 233–264.
17. *Clarkson P.M., Kao J.L., Richardson G.D.* The voluntary inclusion of forecasts in the MD&A section of annual reports // *Contemporary accounting research*. 1994. Vol. 11. № 1. PP. 423–450.
18. *Duffie D., Gârleanu N., Pedersen L.H.* Over-the-Counter Markets // *Econometrica*, 2005. № 73 (6). PP. 1815–1847.
19. Global IPO market climbs to 10-year high in 2017 / Ernst & Young [Электронный ресурс] URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017/\\$FILE/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017/$FILE/ey-global-ipo-market-climbs-to-10-year-high-in-2017.pdf) (accessed: 24.04.2018).
20. *Hurduzeu G., Vlad L.B., Hurduzeu R.* The Reverse Mergers — Alternatives to Initial Public Offerings. // *Business Excellence and Management*. 2012. № 2 (2). PP. 71–78.
21. *Malouf J., Prehearing O.F.* Securities Exchange Act Of 1934 // *Sec Docket*. 2014. Vol. 110. № 3. P. 991.
22. Number and Value of M&A Worldwide / IMAA — Institute for Mergers, Acquisitions & Aliances [Official Site]. URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (accessed: 24.04.2018).

23. OTCQX International / OTC Markets Group Inc [Official Site].  
URL: <https://www.otcmarkets.com/corporate-services/get-started/otcqx-international>  
(accessed: 25.04.2018).
24. *Perry J.S., Herd T.J.* Reducing M&A risk through improved due diligence // *Strategy & Leadership*. 2004. Vol 32. № 2. PP. 12–19.
25. *Suli Y.* Study on Exit Mechanism for Private Equity Investment // *Canadian Social Science*, 2009. № 5 (2). PP. 18–24.

*Fedunova K.A.*

### **Mergers and Acquisitions as Alternative to IPO**

*Kristina A. Fedunova* — postgraduate student, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University, Moscow, the Russian Federation.

E-mail: [FedunovaCA@spa.msu.ru](mailto:FedunovaCA@spa.msu.ru)

#### **Annotation**

The article looks at an alternative way for a company to enter into the stock market by conducting a Merger or Acquisition (M&A) deal. The author finds that the likelihood of choosing IPO (Initial Public Offering) and M&A deal depends on the market characteristics. The purpose of this study is to analyze the mechanism of reverse takeovers in the OTC Markets Group.

The difficulties and the necessity of selecting listing from the black door are identified. The interpretation of shell companies and their types is given. The author analyzes both restrictions and requirements that are imposed by the US Securities&Exchange Commission (SEC) on companies traded in one of three categories OTCQX, OTCQB and OTC Pink. The stages of reverse absorption are considered in the article. The special importance of due diligence is emphasized.

#### **Keywords**

Mergers and acquisitions, IPO, reverse merger, shell-company, Over-the-Counter market.