

### 3.19. АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Лысенко Д.В., к.э.н., доцент кафедры учета, анализа и аудита экономического факультета

МГУ им. М.В. Ломоносова

Эффективность деятельности организации в современных условиях хозяйствования зависит от принятия своевременных и экономически целесообразных управленческих решений. Различные условия развития компании требуют от менеджеров специфических знаний, применительно к тому или иному уровню развития бизнеса. Один из путей динамичного развития компании, а также увеличения объема рынка и повышения капитализации организации является слияние и поглощение других субъектов хозяйствования. Выбирая путь развития компании через слияние и поглощение, необходимо обладать такими компетенциями, начиная от технологии выбора объекта сделки и заканчивая процедурой проведения самой сделки и интеграции бизнеса.

Материалы статьи способствуют формированию у специалистов теоретических и практических навыков в разработке и принятии эффективных управленческих решений, основанных на глубокой аналитической проработке материала; владение методиками определения эффективности сделок слияния и поглощения, методами расчета синергетического эффекта, передовыми управленческими технологиями проведения сделок и интеграции бизнеса; развитие системности и масштабируемости в разработке и реализации стратегических задач.

#### ВВЕДЕНИЕ

В распоряжении каждой организации есть внутренние и внешние механизмы роста. Внутренние реализуются через увеличение прибыльности существующих активов, повышение операционной эффективности и продуктовых инноваций. Внешние – за счет внешних инвестиций и в основном за счет слияний, поглощений и альянсов. Слияния и поглощения позволяют компаниям решать многие стратегические задачи, будь то получение эффектов масштаба, расширение географии деятельности, усиление рыночных позиций или финансовой мощи, переход в новые, более перспективные отрасли, доступ к передовым технологиям. Слияние – один из самых распространенных приемов развития, к которому прибегают в настоящее время многие компании.

Современное развитие экономики в условиях глобализации, технологического прогресса и либерализации рынков усиливает конкурентную среду, повышая актуальность процессов слияний и поглощений. Сталкиваются абсолютно противоположные точки зрения на целесообразность и эффективность подобной реструктуризации компаний: некоторые рассматривают слияния как важный источник повышения результативности деятельности компаний; другие считают их только отражением властных амбиций компаний и менеджеров, чье стремление к экспансивному росту снижает, а не повышает эффективность компании. Точно так же, как многие люди считают, что они стали бы более счастливыми, стань они хоть немного богаче, так почти каждый менеджер верит, что его компания обладала бы более высокой конкурентной силой, будь она немного крупнее.

Несмотря на популярность развития бизнеса путем слияний и поглощений и рост количества сделок, они зачастую не дают желаемого эффекта, не создают добавочную стоимость для собственников поглощающей компании, хотя требуют длительного и недешевого процесса юридических и финансовых переговоров.

Но какие бы не существовали мнения по вопросу эффективности слияния и поглощения компаний – это объективная реальность, которую необходимо исследовать, анализировать и делать соответствующие выводы, позволяющие не повторять ошибок, уже сделанных, и неоднократно, другими.

#### 1. СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В РОССИИ

Рынок слияний и поглощений Российской Федерации становится все больше похож на рынки развитых

стран. Его объем достиг 6,5% ВВП, спросом пользуются активы во всех секторах экономики, а не только сырьевые компании. На рынке присутствует множество успешных компаний, которые желают развиваться и преуспевать.

Анализ сделок слияний и поглощений за последние три года позволил выявить следующие основные тенденции российского рынка слияний и поглощений:

- рост стоимости сделок;
- рост числа международных сделок;
- тенденция к соблюдению цивилизованных методов проведения сделок;
- снижение числа хаотичных приобретений.

Во многих случаях слияния и поглощения проводятся по взаимному согласию между высшим управленческим персоналом обеих компаний. Практика враждебных слияний перешла с уровня крупных компаний на средние и мелкие предприятия.

Российский рынок слияний и поглощений демонстрирует высокие темпы роста, однако большую часть рынка, как и в предыдущие годы, составляют крупнейшие сделки.

- Общая стоимость завершенных сделок по слиянию и поглощению, информация о которых была раскрыта, в 2006 г. увеличилась на 57% и составила 63,6 млрд.<sup>1</sup> долл. США по сравнению с 40,5 млрд. долл. в 2005 г.
- Количество сделок увеличилось с 505 в 2005 г. до 817 в 2006 г., т.е. прирост количества сделок составил 62%.
- Доля Российской Федерации в объеме мирового рынка слияний и поглощений РФ укрепила свои позиции, увеличив долю в общем объеме рынка с 4,4% в 2005 г. до 6,2% в 2006 г.
- Объем рынка слияний и поглощений в 2006 г. составил 6,5% от ВВП (по сравнению с 4,3% в 2005 г.), что свидетельствует о существенном потенциале российского рынка.

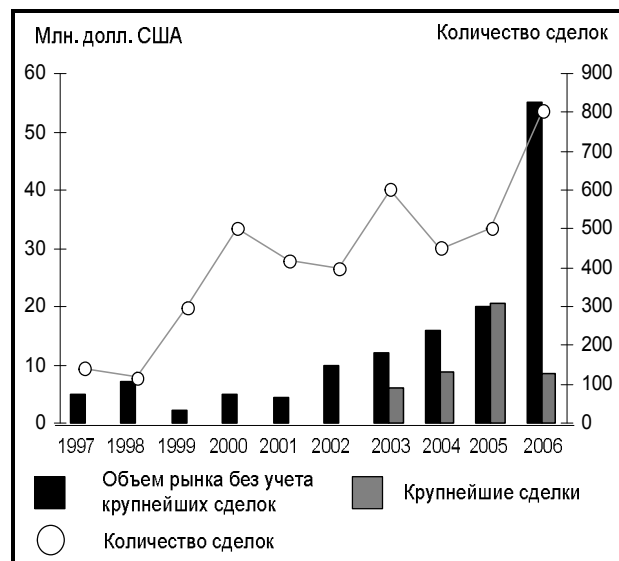


Рис. 1.1. Рынок слияний и поглощений в РФ в 1997-2006 гг.<sup>2</sup>

Как видно из графика (рис. 1.1), 2006 год стал рекордным годом для российского рынка слияний и поглощений. Крупнейшие сделки систематизированы в таблице ниже (табл. 1.1).

<sup>1</sup> Без учета сделки РУСАЛ-СУАЛ-Glencore International AG, так как сделка будет завершена в 2007 г.

<sup>2</sup> Источник: KPMG, Ernst and Young.

Благоприятные макроэкономические и политические условия, диверсификация российской экономики, а также существенный потенциал роста создают необходимые условия для дальнейшего развития рынка слияний и поглощений в РФ. Продолжающийся процесс консолидации в различных секторах и рост количества сделок по слиянию и поглощению свидетельствуют о том, что крупнейшие отрасли экономики переходят на новый уровень интеграции и органического роста (рис. 1.2).

Таблица 1.1

КРУПНЕЙШИЕ СДЕЛКИ В 2006 г.<sup>3</sup>

Покупатель	Объект приобретения	Доля, %	Стоимость сделки, млн. долл.	Отрасль
«Газпром»	«Сахалин Энерджи»	50	7 500	Нефтегазовый сектор
Sinorec («Роснефть» 51%)	«Удмуртнефть»	96,7	3 500	Нефтегазовый сектор
Millhouse Capital	«Евраз Групп»	42	3 080	Металлургия и горнодобывающая отрасль
ZGG (дочка «Газпрома»)	«Новатек»	19	2 388	Нефтегазовый сектор
«Евраз Групп»	Oregon-Steel Mills	91,5	2 300	Металлургия и горнодобывающая отрасль
«Мечел» (выкуп акций менеджментом)	«Мечел»	42	1 795	Металлургия и горнодобывающая отрасль
«Рособоронэкспорт»	«ВСМПО-Ависма»	66	1 600	Металлургия и горнодобывающая отрасль
«Пятерочка»	«Перекресток»	100	1 490	Розничная торговля
«Комстар – Объединенные ТелеСистемы»	«Связьинвест»	25	1 365	Телекоммуникации

Сделки по слиянию и поглощению стали одним из основных инструментов развития компаний и рынка в целом, в процессе которых компании направляют свои финансовые средства на формирование ресурсной базы (в рамках продолжающейся вертикальной интеграции, создавая цепочку добыча – производство – сбыт продукции), на диверсификацию бизнеса и выход на новые рынки сбыта продукции и в новые регионы для размещения производственных мощностей.

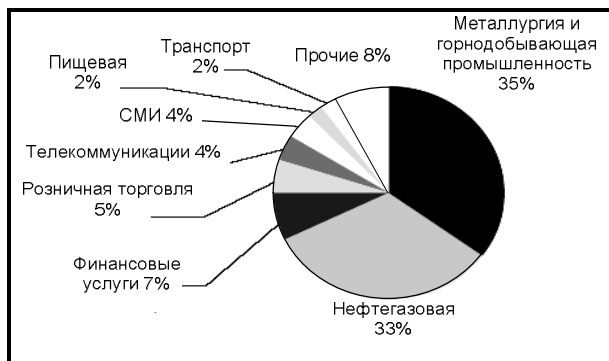


Рис. 1.2. Совокупный объем сделок с российскими объектами по отраслям в 2006 г.<sup>4</sup>

## 2. ПРАВОВОЕ ПОЛЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Система нормативных правовых актов, направленных на регулирование деятельности компаний в области слияний и поглощений, такова. Выделим следующие из документов.

- Гражданский кодекс РФ (ГК РФ), ч. 1 от 30 ноября 1994 г. №51-ФЗ, ч. 2 от 26 января 1996 г. №14-ФЗ.
- Налоговый кодекс РФ (НК РФ), ч. 2 от 5 августа 2000 г. №117-ФЗ.
- Федеральный закон «Об акционерных обществах» (Закон об АО) от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ (с изменениями от 13 июня 1996 г., 24 мая 1999 г., 7 августа 2001 г., 21 марта, 31 октября 2002 г., 27 февраля 2003 г., 24 февраля, 6 апреля, 2-го, 29 декабря 2004 г., 27-го, 31 декабря 2005 г., 5 января, 27 июля 2006 г.).
- Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» (Закон об ООО) от 8 февраля 1998 г. №14-ФЗ (с изменениями от 11 июля, 31 декабря 1998 г., 21 марта 2002 г., 29 декабря 2004 г., 27 июля 2006 г.).
- Федеральный закон «О защите конкуренции» от 26 июля 2006 г. №135-ФЗ.
- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (Закон о РЦБ) от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ (с изменениями от 26 ноября 1998 г., 8 июля 1999 г., 7 августа 2001 г., 28 декабря 2002 г., 29 июня, 28 июля 2004 г., 7 марта, 18 июня, 27 декабря 2005 г., 5 января, 15 апреля, 27 июля, 16 октября 2006 г.).
- Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 г. №127-ФЗ (с изменениями от 22 августа, 29-го, 31 декабря 2004 г., 24 октября 2005 г., 18 июля 2006 г.).
- Федеральный закон «О государственной регистрации юридических лиц» от 8 августа 2001 г. №129-ФЗ.
- Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ РФ) от 12 февраля 1997 г. № 8 (в ред. постановления ФКЦБ РФ от 11 ноября 1998 г. № 48) «Об утверждении стандартов эмиссии акций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций».
- Постановление Правительства «Вопросы Федеральной антимонопольной службы».
- Положение о Федеральной антимонопольной службе РФ от 30 июня 2004 г. №331.

Основы правового регулирования слияний и поглощений юридических лиц закреплены Гражданским кодексом РФ. Так, согласно ст. 57 ГК РФ реорганизация юридического лица может быть осуществлена в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей нескольких обществ с прекращением деятельности последних [4, ст. 16] (рис. 2.1).

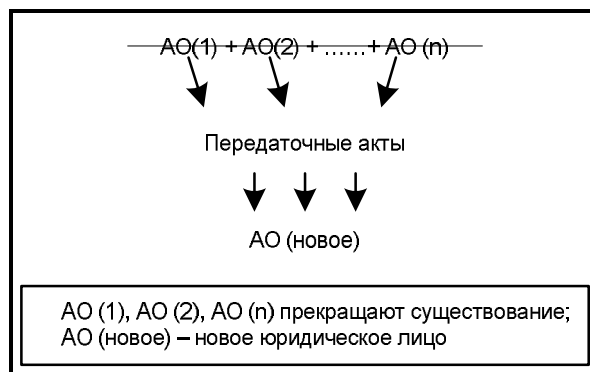


Рис. 2.1. Схема процесса слияния обществ

<sup>3</sup> Источник: журнал «Слияния и поглощения», KPMG.

<sup>4</sup> Источник: Эрнст энд Янг.

Права и обязанности обществ переходят к вновь возникшему в соответствии с передаточным актом:

В результате слияния несколько компаний объединяются в одну. Отличительной чертой сделки слияния является то, что акционеры приобретаемой компании после объединения сохраняют свои права на акции, но уже нового, объединенного общества.

Присоединением (поглощением) признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому [4, ст. 17]. К последнему при этом переходят права и обязанности присоединенного в соответствии с передаточным актом (рис. 2.2).

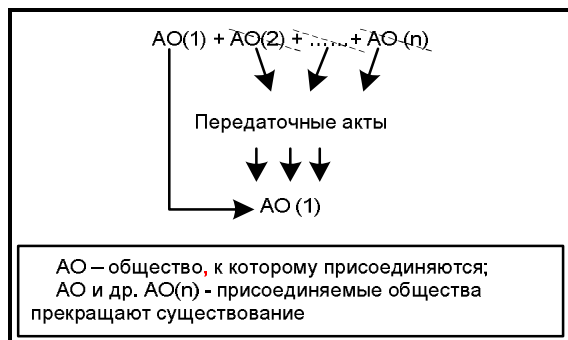


Рис. 2.2. Схема процесса присоединения обществ

Процедуру поглощения отличает то, что здесь приобретающая (поглощающая) компания выкупает у акционеров приобретаемой (поглощаемой) компании все или большую часть акций. Таким образом, акционеры поглощаемой компании теряют свои права на долю в капитале новой объединенной компании.

Отношения между акционерами по поводу их участия в акционерном обществе (АО) регулируются Федеральным законом №208-ФЗ «Об акционерных обществах» и уставом общества (Закон об АО) (табл. 2.1).

Таблица 2.1

**ПРАВА АКЦИОНЕРОВ И СТЕПЕНЬ ИХ УЧАСТИЯ В ОБЩЕСТВЕ**

Количество акций, % от УК	Права
1 акция	Право участия в работе общего собрания (ст. 59 Закона об АО)
1%	Знакомиться со списком лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров; обращаться в суд с иском к органам управления АО о возмещении убытков, причиненных обществу или акционеру; регистратор обязан предоставить владельцу 1% акций эмитента данные из реестра об именах или названиях организаций, зарегистрированных в реестре, количестве и категориях акций, принадлежащих им
2%	Вносить вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров; выдвигать кандидатов в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию (ревизоры) и счетную комиссию общества
5%	Возникает обязанность по раскрытию информации о таком участнике АО (например, в проспекте эмиссии)

Количество акций, % от УК	Права
10%	Требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров (10% голосующих акций); требовать проведения независимой аудиторской проверки; требовать список акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров
15%	При проведении разовой сделки с таким пакетом акций участник рынка ценных бумаг должен уведомить Федеральную службу по финансовым рынкам; гарантирует проведение своего представителя в совет директоров
20%	Возникает обязанность по раскрытию информации о таком участнике АО
25%	Право доступа к документам бухгалтерского учета и к протоколам заседания коллегиального органа (25% голосующих акций)
25% + 1 акция (блокирующий пакет)	Означает возможность блокировать решения общего собрания по вопросам изменения устава, реорганизации, а также по вопросам крупных сделок
30% – кворум на очередном собрании	С 1 июля 2006 г. вступила в силу новая редакция закона, в которой предусматривается обязанность лица, которое приобрело более 30% акций общества, причем даже не одновременно, а с учетом принадлежащих ему ранее, направить другим акционерам предложение выкупить их акции. Обязанность делать такое предложение распространяется и на приобретение доли акций открытого общества, превышающей 50% и 75%. Если же лицо приобрело более 95% акций, то оно обязано по требованию прочих владельцев акций выкупить их долю либо же имеет право само потребовать продать ему оставшиеся акции по рыночной стоимости).
50% – контрольный пакет	Пакет размером в 50%+1 акция обеспечивает почти полное управление обществом, за исключением вопросов, требующих квалифицированного большинства. Если на общее собрание акционеров явилось 70% акционеров, то владелец 52,5% акций имеет квалифицированное большинство, так как квалифицированное большинство определяется от числа акционеров – владельцев обыкновенных голосующих акций, принимающих участие в общем собрании
75% – исключительный возможность блокирования решений акционера третьими лицами <sup>5</sup>	Пакет размером в 75%+1 акция обеспечивает почти полное управление обществом, за исключением вопросов, требующих квалифицированного большинства. Если на общее собрание акционеров явилось 70% акционеров, то владелец 52,5% акций имеет квалифицированное большинство, так как квалифицированное большинство определяется от числа акционеров – владельцев обыкновенных голосующих акций, принимающих участие в общем собрании

**3. ЦЕЛИ И МОТИВЫ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ, ВЫБОР ОБЪЕКТОВ**

Цель большинства слияний и поглощений – рост капитализированной стоимости объединенной компании. Безусловно, есть компании-покупатели, для которых цель – устранение конкурента через его покупку и последующее закрытие производства. Выявление мотивов слияний и поглощений очень важно, поскольку они отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. Выделим основные мотивы слияний и поглощений (рис. 3.1; табл. 3.1-3.3).

- Экономия, обусловленная масштабами, – единственная цель горизонтальных слияний – достигается тогда, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере увеличения объема производства. Один из источников такой экономии заключается в распределении постоянных издержек на большее число единиц продукции. Существуют пределы увеличения объема производства, при превышении которых издержки на производство могут существенно возрасти, что приведет к падению рентабельности производства.

<sup>5</sup> 75%+1 акция – полное, безусловное и безраздельное управление обществом.

- Взаимодополняющие ресурсы. Несколько компаний располагают взаимодополняющими ресурсами. Эти компании после объединения будут стоить дороже по сравнению с суммой их стоимостей до слияния, так как каждая приобретает то, что ей не хватало, причем получает эти ресурсы дешевле, чем если бы пришлось их создавать самостоятельно.
- Мотив монополии и ликвидация конкурентов. При слиянии прежде всего горизонтального типа решающую роль играет (гласно или негласно) стремление достичь или усилить свое монопольное положение. Антимонopolное законодательство ограничивает слияния с явными намерениями повысить цены. Иногда конкуренты могут быть приобретены и затем закрыты, потому что выгоднее выкупить их и устранить ценовую конкуренцию.
- Взаимодополняемость в области инновации. Выгоды от слияния могут быть получены в связи с экономией на дорогостоящих работах по разработке новых технологий и созданию новых видов продукции, а также на инвестициях в новые технологии и новые продукты. Одна компания может иметь выдающихся исследователей, инженеров, программистов и т.д., но не обладать соответствующими производственными мощностями, сетью реализации. Другая компания может иметь превосходные каналы сбыта, но не имеет инноваций.
- Свободные ресурсы. Компания создает крупные потоки денежных средств и направляет образовавшиеся излишки денежных средств на покупку акций других компаний.
- Расширение географии влияния. Расширение географии позволяет выйти на новые рынки сбыта, когда возможности традиционного рынка исчерпаны. Кроме того, став транснациональной, компания снижает свою подверженность локальным политическим и экономическим рискам, усиливается ее позиция на переговорах с властями.
- Устранение неэффективности и повышение качества управления. Слияния и поглощения компаний могут стать своей целью достижение эффективности управления, означающей, что управление активами одной из компаний было неэффективным, а после слияния ее активы становятся в большей степени управляемыми. Всегда можно найти предприятия, в которых возможности снижения затрат и повышения объемов продаж и прибыли остаются не до конца использованными, компании, страдающие от недостатка таланта или мотивации руководителей, т.е. компании, имеющие неэффективный аппарат управления. Практика подтверждает, что объектами поглощений, как правило, оказываются компании с невысокими экономическими показателями: например, ОАО «Северсталь» имело рентабельность 25%, а поглощенная им Lucchini – 12%.
- Обеспечение экономической безопасности и усиление рыночных позиций. Мотив обеспечения безопасности (в том числе экономической – с точки зрения поставок сырья и продажи готовой продукции и цен на них) служит обоснованием для вертикальной интеграции.
- Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения. Проще купить действующее предприятие, чем строить новое. Это целесообразно, когда рыночная оценка имущественного комплекса компании-мишени меньше стоимости замены ее активов.
- Мотив продажи взрброс. Иначе этот мотив можно сформулировать следующим образом: возможность «дешево купить и дорого продать». Компания даже при условии приобретения ее по цене несколько выше рыночной стоимости в дальнейшем может быть продана по частям с получением значительного дохода.
- Вывод капитала за границу. В российской практике в качестве меры обеспечения безопасности капитала характерен также мотив вывода денег за границу, ширмой для которого являются сделки по слиянию / поглощению. Пример – покупка АФК «Система» (через подконтрольную ОАО «Комстар-ОТС») блокирующего пакета 25% + 1 ак-

ция компании ОАО «Связьинвест» у Access Industries американского бизнесмена с российскими корнями Л. Блаватника. В результате этой сделки 1,3 млрд. долл. легально переведены за рубеж.

- Налоговые мотивы. Например, высокоприбыльная компания, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами.
- Диверсификация производства. Диверсификация помогает стабилизировать поток доходов, что выгодно и работникам данной компании, и поставщикам, и потребителям (через расширение ассортимента товаров и услуг).
- Рост прибыли на акцию. Высокий показатель **PPS / EPS** (цена акции / прибыль на акцию) – при слияниях причина высокого показателя заключается в том, что инвесторы ожидают быстрого роста прибылей в будущем. Если компания добилась роста этого показателя за счет покупки компаний с медленным темпом роста и низкими показателями **P / E**, то ей придется и дальше проводить цепочку слияний, чтобы поддержать этот рост.
- Снижение затрат на финансирование (операционная синергия). Объединившимся компаниям заимствование обходится дешевле, чем каждой из них по отдельности.
- Личные мотивы менеджеров. Так, стремлению к увеличению масштабов компаний способствовало применение опционов как средства долгосрочного поощрения.

Для последующего анализа эффективности слияний и поглощений целесообразно выделить типы инвесторов, которые изначально ставят перед собой разные цели:

- Финансовые инвесторы (такие компании как Delta Capital, TPG Aurora, Baring Vostok, ЕБРР, «Тройка Диалог», «Альфа-Групп», «Атон», AIG Brunswick);
- стратегические инвесторы (такие как Группа МДМ, РУСАЛ, «Интеррос», Evraz Group, «Альфа-Групп»), ОАО «Северсталь», «Вимм-Билль-Данн», АФК «Система»).

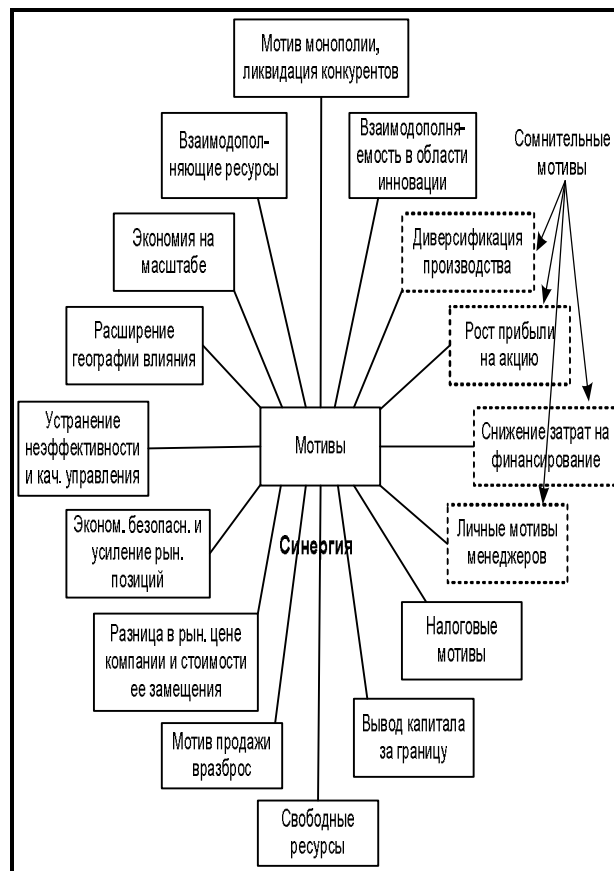


Рис 3.1. Основные мотивы слияний и поглощений компаний

Таблица 3.1

**ЦЕЛИ И МОТИВЫ ИНВЕСТОРОВ**

Цели	Мотивы	Объекты	Участники	Примеры M&A
Приобретение активов в спекулятивных интересах	Быстрая перепродажа более крупному финансовому или стратегическому инвестору	Недооцененный актив; неэффективная запутанная структура собственности; обремененное долгами или проходящее процедуру банкротства; находящееся в сфере интересов крупных финансово-промышленных групп (ФПГ)	Мелкие фонды, инвестиционные компании, специализированные подразделения / компании, созданные для этих целей российскими ФПГ («Альфа-Эко», Millhouse Capital, «Ринако», «Тройка Диалог», «Атон»)	«Адамант»: приобретение и перепродажа медийных активов фонду Warburg Pincus; «Базовый элемент» – Millhouse Capital – «Нафта-Москва»: покупка и перепродажа СК «Россия» ИК «Атон»
Недружественные поглощения, использование корпоративного шантажа и конфликтных ситуаций (Greenmail)	Дешевый способ получения контроля над интересующими активами; получение дохода от корпоративного шантажа; увеличение влияния миноритарных акционеров; получение операционного контроля; перепродажа стратегическому инвестору или менеджменту	Компании с запутанной структурой собственности; обремененные долгами или проходящие процедуру банкротства	ФПГ, крупные компании, инвестиционные банки, специализированные компании	«Базовый элемент» – «Илим Палп Энтерпрайз»

Таблица 3.2

**ЦЕЛИ И МОТИВЫ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТОРОВ**

Цели	Мотивы	Объекты	Участники	Примеры
Портфельные инвестиции для диверсификации инвестиционных рисков	Приобретение небольшой доли в компаниях для получения дивидендов или дохода от повышения ее стоимости	Крупные высоко-рентабельные компании; публичные компании, торгуемые на фондовом рынке; отраслевые монополисты; компании с очевидным потенциалом роста и повышения стоимости	Крупные инвестиционные фонды, портфельные инвесторы, инвестиционные компании и банки, частные инвесторы («Спутник», Russia Partners, Delta Capital, ЕБРР, Millhouse Capital, АФК «Система»)	Hermitage Asset Management – кондитерская фабрика «Волжанка»
Участие собственным капиталом в долгосрочных инвестиционных проектах	Merchant banking; размещение капитала в непрофильные проекты; формирование отраслевых холдингов; повышение капитализации; продажа стратегическому инвестору	Средние / крупные компании, осязаемая доля рынка, конкурентные преимущества; сырьевая, технологическая или сбытовая связь с крупнейшими отраслевыми игроками; низкая эффективность; потенциал роста; ясная стратегия выхода	Крупные инвестиционные фонды и компании, ФПГ (ЕБРР, Sun Capital, TPG Aurora, Millhouse Capital, АФК «Система», «Интеррос», Группа МДМ, РУСАЛ, «Атон», «Тройка Диалог»)	«Тройка Диалог» – «Росгосстрах»; «Альфа-Эко» (Альфа 1) – производители газетной бумаги; «Атон» – «Осколцемент» (продан «Интеко»); фонд Capital International – «Браво Интернешнл» (продан Heineken NV)

Таблица 3.3

**ЦЕЛИ И МОТИВЫ СТРАТЕГИЧЕСКИХ ИНВЕСТОРОВ**

Цели	Мотивы	Объекты	Участники	Примеры
Поглощение стратегически важных активов, дополняющих основной бизнес компаний	Укрупнение холдинговых структур; усиление позиций основного бизнеса; оптимизация бизнес-процессов	Ключевые компании отрасли; конкурентные преимущества; сырьевая, технологическая или сбытовая синергия с другими предприятиями холдинговой структуры	ФПГ, крупнейшие отраслевые игроки («Интеррос», РУСАЛ, «Евразхолдинг», УГМК, «Северсталь», ЛУКОЙЛ, «Газпром», ТНК-ВР, «Роснефть», «Сибнефть», «Итера», «Альфа-Групп», Группа МДМ, «Штерн-Цемент», Lafarge, «Интеко», WBD, Nestle, Sun Interbrew, Heineken, и т.д.	ВР – ТНК; ЮКОС – Сибнефть; «Интеко» – «Осколцемент»; «Эфес-Москва» – Пивоваренный завод «Амстар»
Приобретения для развития непрофильных направлений бизнеса	Перераспределение прибыли от основного бизнеса; выход на новые отраслевые рынки	Крупные и средние производства; значительная доля рынка; низкая конкуренция в отрасли; операционные синергии при объединении в холдинг	ФПГ, крупнейшие отраслевые игроки	«Континенталь Менеджмент» (РУСАЛ) – Кондровская бумажная компания; АПК «Агрос» («Интеррос») – петербургская и московская макаронные фабрики; Группа «Планета» (Millhouse Capital) – птицефабрики

Количество слияний и поглощений во всем мире растет, но они зачастую не дают желаемого эффекта и не создают добавочной стоимости для собственников поглощающей компании, и требуют длительных и недешевых юридических и финансовых переговоров (табл. 3.4).

Прежде чем провести сделку слияния или поглощения, необходимо всесторонне проанализировать ситуацию – определить, насколько полно компании удастся реализовать свои возможности в планируемом поглощении или слиянии. Подготовительная фаза сделки, как правило, включает несколько стадий.

Таблица 3.4

## ПРИЧИНЫ НЕУДАЧНЫХ СЛИЯНИЙ / ПОГЛОЩЕНИЙ

Исследование	К-во исследованных компаний	Доля неудач, %	Причина провала
McKinsey (1987)	116	77%	Завышенная оценка потенциала рынка / синергий, медленная интеграция после слияния
Mercer Management & Consulting (1995)	150	50%	Неправильно проведенный due diligence, конфликт корпоративных культур, медленная интеграция после слияния
Booz-Allen & Hamilton (1998)	150	66%	Отсутствие стратегии, слабая коммуникация, различные корпоративные культуры
KPMG (1999)	120	53%	Отсутствие оценки синергии, неправильно проведенный due diligence, отсутствие плана интеграции
KPMG (2001)	118	31%	Отсутствие хорошо управляемого процесса, отсутствие приоритетов в действиях, отсутствие ясных решений
McKinsey (2005)	92	70%	Завышенная оценка синергии в прибыли и занижена оценка синергии в сокращении издержек, недооценка единовременных затрат

- Анализ отрасли. Компания выбирает отрасль для поглощения, проектирует динамику ее роста и структуру, определяет и прогнозирует расстановку сил, воздействие макроэкономических факторов, изучает возможности технологических, законодательных и конкурентных изменений, колебаний спроса.
- Самооценка. Выбрав отрасль, компания анализирует собственное положение, определяя свои навыки, за счет которых можно создать стоимость в поглощенной компании, оценивает возможности для создания синергетических эффектов.
- Отбор кандидатов на слияние или поглощение. Исследуются операционные характеристики, структура собственности, финансовые показатели, что позволяет определить наиболее привлекательных из них. В успешных поглощениях, как правило, приобретает вторая или третья по показателям эффективности компания отрасли, так как за лучшую компанию приходится очень дорого платить, а отсталую и недорогую компанию редко удается превратить в высокоэффективное предприятие. Потенциальный объект поглощений определяет следующие факторы:
  - стоимость актива;
  - конкурентные преимущества;
  - перспективы роста;
  - повышение эффективности бизнеса;
  - операционные синергии;
  - быстрая окупаемость инвестиций;

- источник финансирования сделки;
- ясная стратегия выхода.
- Определение возможностей для создания синергии. Успех сделки во многом зависит от способности реально оценить возможности создания стоимости в результате интеграции сбытовых, производственных, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, уменьшения штата, переноса технологий и т.п. Компании часто переоценивают возможности создания синергетических эффектов и в результате сделки не создают стоимости.
- Определение возможностей для создания стоимости за счет реструктуризации компании. Потенциально прибыльными компаниями часто плохо управляют, и за счет их реструктуризации – создания новых стратегических и операционных возможностей, финансовой оптимизации, продажи или приобретения новых активов – можно создать значительную стоимость.
- Финансовая оценка кандидата. На этом этапе проводится оценка стоимости поглощаемой компании с применением внутренних (дисконтированных денежных потоков с учетом синергетических эффектов) и внешних показателей (рыночные оценки, прецеденты аналогичных сделок и т.д.).
- Оценка возможных рисков при слиянии и поглощении. Это потеря клиентов, ценовая война / давление, атака конкурентов, потеря ключевых сотрудников, отсутствие необходимых навыков, политическое / культурное сопротивление поглощаемой компании, нарушения обязательств со стороны поставщиков и дистрибьюторов, свой неапробированных технологий, неоднозначность реакции со стороны рабочего коллектива, неоднозначность реакции со стороны регулирующих органов, негативный PR и др.
- Оценка стоимости компании и возможных синергетических эффектов крайне важна. Немногие компании получают от слияний и поглощений, что ожидают, отчасти потому, что переоценивают величину синергетических эффектов и переплачивают за компанию.

## 4. ТИПЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

В современном корпоративном менеджменте можно выделить множество разнообразных типов слияний и поглощений компаний. В качестве наиболее важных признаков классификации этих процессов можно выделить (рис. 4.1).

В зависимости от характера интеграции выделяют следующие виды:

- горизонтальные слияния – объединение компаний одной отрасли, производящих одно и то же изделие и осуществляющих одинаковые стадии производства. Примером горизонтальных слияний могут быть слияния в банковской сфере или в ритейле. Горизонтальные слияния как источник монополии регулируются государством, применительно к России – Федеральной антимонопольной службой (ФАС);
- вертикальные слияния – объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта, т.е. расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, вплоть до источников сырья, либо на последующие – до конечного потребителя. Например, слияние горнодобывающих, металлургических и машиностроительных компаний;
- родовые слияния – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары. Например, объединение предприятия, производящего фотоаппараты и производящего пленку или химические реактивы для фотографирования;
- конгломератные слияния – объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т.е. слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом. В рамках конгломерата объединяемые компании не имеют ни технологического, ни целевого единства с основной сферой деятельности организации-интегратора.

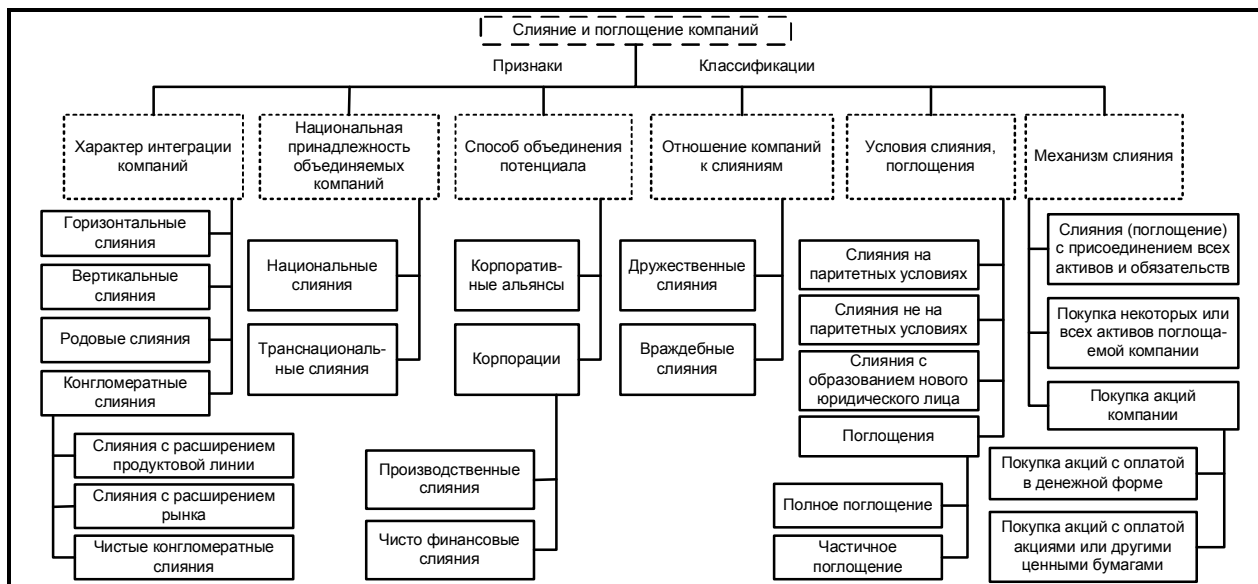


Рис. 4.1. Классификация типов слияний и поглощений компаний

В свою очередь можно выделить три разновидности конгломератных слияний:

- слияния с расширением продуктовой линии, т.е. соединении неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи;
- слияния с расширением рынка, т.е. приобретение дополнительных каналов реализации, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались;
- чистые конгломератные слияния, не предполагающие никакой общности.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний можно выделить два вида слияния компаний:

- национальные слияния – объединение компаний, находящихся в рамках одного государства;
- транснациональные слияния – слияния компаний, находящихся в разных странах, приобретение компаний в других странах.

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

- дружественные слияния – слияния, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой компаний поддерживают данную сделку;
- враждебные слияния – слияния и поглощения, при которых руководители компании-мишени не согласны с готовящейся сделкой и осуществляют противозахватные мероприятия.

В зависимости от способа объединения потенциала выделим такие типы слияния:

- корпоративные альянсы – это объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно, создавая совместные предприятия;
- корпорации – этот тип слияния имеет место, когда объединяются все активы вовлекаемых в сделку организаций.

В свою очередь в зависимости от того, какой потенциал в ходе слияния объединяется, можно выделить:

- производственные слияния – это слияния, при которых объединяются производственные мощности двух или нескольких компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности;
- чисто финансовые слияния – это слияния, при которых объединившиеся компании не действуют как единое це-

лое, здесь не ожидается существенной производственной экономии, а имеет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций в финансировании инновационных проектов.

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

## 5. ТЕХНОЛОГИЯ ПРОВЕДЕНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Традиционно выделяют две стороны процесса слияний и поглощений: компанию приобретателя и компанию-цель. На современном этапе развития российского рынка в этом процессе тесно участвуют государство, аудиторские, юридические компании, проводящие процедуру проверки due diligence<sup>6</sup>, инвестиционные банки, оказывающие и консультационные услуги, и услуги по поиску компаний для поглощений и финансированию сделок (рис. 5.1).

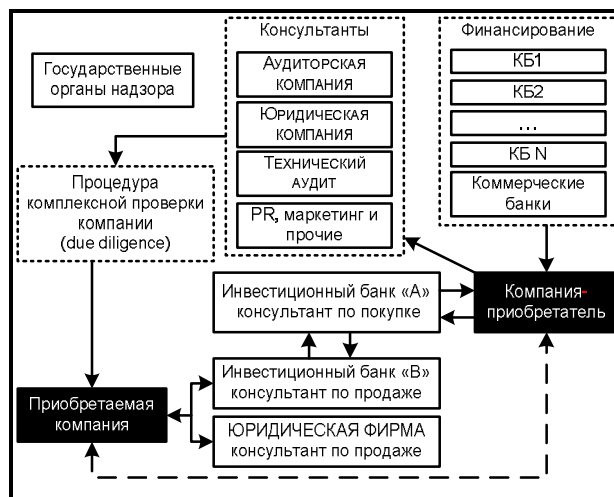
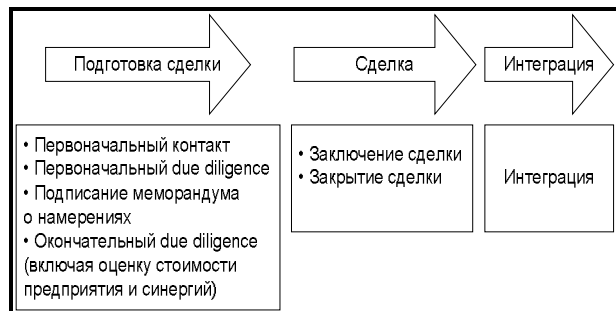


Рис. 5.1. Участники процесса слияний и поглощений

<sup>6</sup> Due diligence – процедура оценки благонадежности.

Существует несколько вариантов проведения сделки. Выбор того или иного зависит от ряда факторов: насколько дружелюбны стороны, кто выступает инициатором сделки (продавец или покупатель), какие компании объединяются (публичные или частные), сколько сторон участвует в переговорном процессе (контролируемый аукцион или двусторонний процесс).

Если эти правила не соблюдаются, то возникает риск либо развалить потенциально выигрышную сделку, либо переплатить за актив, например, предложив слишком высокую цену на раннем этапе, когда еще нет достаточного объема информации (рис. 5.2).

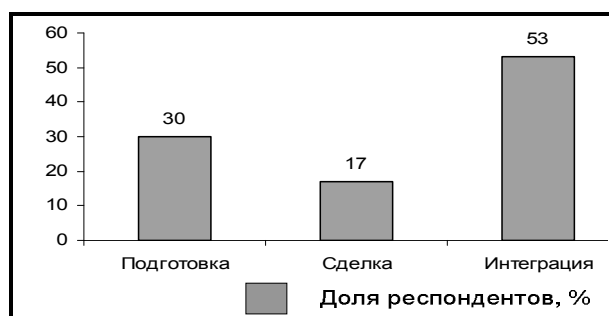


**Рис. 5.2. Основные стадии процессов слияний и поглощений**

- Первоначальный контакт. На этом этапе проводится первое знакомство компаний, происходит обмен обзорными материалами, обсуждается принципиальная заинтересованность сторон (здесь не проводится никаких дискуссий о стоимости) и заключается соглашение о конфиденциальности. Этап включает финансовую разведку.
- Первоначальный due diligence. На втором этапе стороны раскрывают контрагенту детальную, в основном конфиденциальную, информацию, как правило, не всю, а лишь ту, разглашение которой не нанесет существенного урона. Например, сведения об объеме продаж передаются в целом, не по отдельным клиентам и контрактам. На этом этапе анализируется бухгалтерская отчетность (составленная по российским стандартам или МСФО) за последние несколько лет, внутренняя финансовая отчетность для оценки рентабельности каждого торгового объекта и (если есть) других центров затрат и прибылей и материальные активы и обязательства сети, а также анкеты топ-менеджеров, юридическая структура компании, состав и структура акционеров. На основе этих данных строится финансовая модель и ориентировочно рассчитывается ее будущие финансовые потоки, проводится первоначальная оценка стоимости поглощаемой компании. На этом этапе собственники зачастую обнаруживают, что они не осведомлены о состоянии дел компании.
- Подписание меморандума о намерениях. Традиционно его подписание не обязывает стороны заключать сделку. В ходе переговоров достигается первичное соглашение по стоимости сделки, ее структуре, и инициируется процесс интеграции (переговоры с антимонопольными органами, внутренняя подготовка к интеграционному процессу, оценка размера и источников синергии). Это соглашение, как правило, еще не имеет обязательной юридической силы, за исключением пункта о конфиденциальности и эксклюзивности переговоров, но часто в него вносят дополнительные условия.
- Окончательный due diligence. Действия на этом этапе зависят от результатов первоначального due diligence и принципиально отличаются только степенью раскрытия информации. Проверка завершается подготовкой договоров купли-продажи и иных сопутствующих соглашений, проведением согласований с государственными органами и т.д. Если по итогам due diligence первоначальные пред-

положения о структуре сделки и о цене изменяются, то переговоры о стоимости сделки продолжают. В результате либо подписывается окончательный договор о покупке бизнеса, либо стороны расходятся.

- Заключение сделки. Кроме переговоров для определения окончательной цены и структуры сделки и формального юридического оформления всех необходимых документов, на этом этапе начинается предварительное планирование интеграции.
- Окончательная цена сделки зависит от многих факторов, но в первую очередь от существующей и потенциальной прибыльности бизнеса, а также от качества бизнеса и его активов до конкуренции за покупку, структуры покупки и разделения рисков между партнерами по сделке.
- Закрытие сделки. В ожидании одобрения регулирующих органов на этом этапе руководство активно взаимодействует с менеджерами компании, инвесторами, аналитиками и прессой. Это – первый шаг к интеграции.
- Интеграция. Под интеграцией понимается производственное и организационное объединение предприятий. По оценке специалистов McKinsey, наибольший риск провала слияния возникает на этапе интеграции (рис. 5.3).



**Рис. 5.3. Степень рисков на различных стадиях процесса слияний / поглощений**

Эксперты обычно указывают три причины неудачи слияний и поглощений:

- неверная оценка поглощающей компанией привлекательности рынка или конкурентной позиции поглощаемой (целевой) компании;
- недооценка размера инвестиций, необходимых для осуществления сделки по слиянию или поглощению компании;
- ошибки, допущенные в процессе реализации сделки по слиянию, менеджеры не могли справиться с трудностями, обусловленными интегрированием двух компаний с различными особенностями производственного процесса, бухгалтерского учета, корпоративной культуры.

## Проведение сделки

Для того чтобы слияние прошло успешно, еще при его планировании необходимо учесть требования антимонопольного законодательства. Как уже говорилось ранее, все крупные слияния и поглощения подвергаются контролю уже на самых ранних этапах и требуют разрешения ФАС.

## Слияние

Для того чтобы осуществить реорганизацию в форме слияния, необходимо последовательно пройти следующие основные этапы с соблюдением обязательных правил, установленных нормативными актами (рис. 5.4).

При заключении договора о слиянии обществами, участвующими в слиянии, обязательно должны быть определены порядок и условия слияния, указание о количестве членов совета директоров (наблюдательного совета) создаваемого общества, избираемых каждым обществом, участвующим в слиянии, и другие



сведения. В договоре для прохождения последующей процедуры государственной регистрации указывается порядок конвертации акций каждого АО в акции и (или) иные ценные бумаги нового АО.

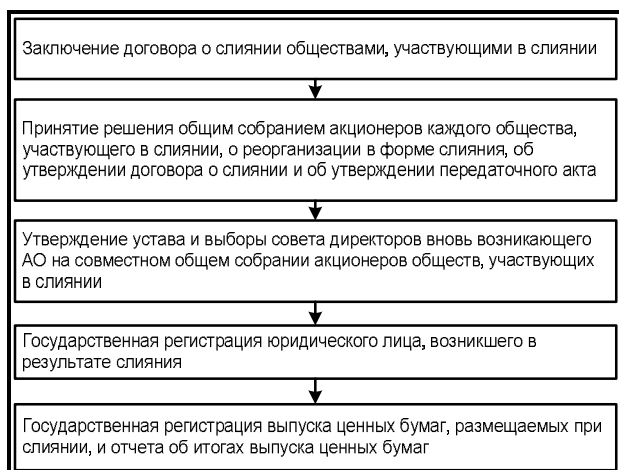


Рис. 5.4. Этапы проведения сделки слияния

Общество, возникшее в результате слияния, подлежит обязательной государственной регистрации. Решение о выпуске акций и решение о выпуске облигаций акционерного общества при его создании в результате слияния должно быть утверждено советом директоров (органом, осуществляющим в соответствии с законами и правовыми актами РФ функции совета директоров) этого акционерного общества. При слиянии обществ акции общества, принадлежащие другому обществу, участвующему в слиянии, а также его собственные акции аннулируются.

**Присоединение**

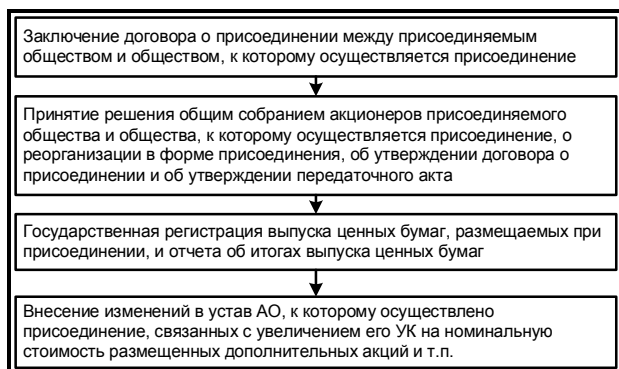


Рис. 5.5. Этапы проведение сделки присоединения

В договоре о присоединении (рис. 5.5) обязательно должны быть определены порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества в акции и (или) иные ценные бумаги общества и соотношение (коэффициент) конвертации акций, к которому осуществляется присоединение.

Согласно ст. 79 Закона об АО: крупная сделка, стоимость которой составляет от 25% до 50% балансовой стоимости активов общества, должна совершаться с единогласного одобрения совета директоров, а сделка стоимостью более 50% балансовой стоимости активов общества – 3/4 голосов общего собрания акционеров.

Документы на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг, размещаемых при реорганизации путем присоединения, должны быть представлены в регистрирующий орган в течение 3 месяцев с даты утверждения решения о выпуске ценных бумаг коммерческой организацией, к которой осуществляется присоединение.

Непременным условием слияний и поглощений в России является конвертация акций.

Согласно российскому законодательству, в договоре о слиянии / поглощении обязательно должен указываться порядок конвертации акций каждого АО в акции и (или) иные ценные бумаги нового АО, указывается вид, категория (тип), номинальная стоимость, соотношение конвертации (обмена).

Число предлагаемых акций зависит от ценности компании-цели с точки зрения покупателя. Основываясь на оценке компании-цели, покупатель определяет цену за акцию, которую предлагает уплатить. Дополнительное количество акций, которое должна эмитировать компания-покупатель, будет исчисляться по формуле:

$$\text{Цена предложения за акцию} * \frac{\text{Общее количество акций компании-цели в обращении}}{\text{Цена акции покупателя}}$$

**Десять «железных» правил успешных слияний и поглощений**

1. Сделку следует начинать не с оценки бизнеса, а с выяснения целей акционеров этого бизнеса, определения будущей структуры акционеров, контроля и разработки механизмов выхода из бизнеса. Важно понять, как будет осуществляться контроль, особенно стратегический и финансовый. Сразу надо ставить «своего» финансового директора.
2. Если покупка не вписывается в стратегию и формат основного бизнеса, от нее стоит отказаться независимо от финансовых условий. Бессистемное приобретение активов приведет к распылению капитала, человеческих ресурсов, потере управляемости.
3. Необходимо до переговоров определить «точку отказа» по всем основным пунктам переговоров, если условия продавцов или новая информация ухудшают привлекательность сделки. Довольно часто покупатели идут на уступки «по чуть-чуть», пока не выясняют, что они в конечном итоге согласились на неприемлемые условия.
4. Необходимо консервативно подходить к оценке синергии и затрат, которые возникнут при совершении сделки. При оценке синергий в финансовую модель будущих денежных потоков покупаемой компании следует включать только те материальные показатели и результаты, которые можно будет точно определить, проконтролировать, учесть и достичь. Кроме того, необходимо реалистично просчитать затраты на интеграцию.
5. Наибольший риск в сделках связан с действиями партнера, так как оценить в расчетах степень влияния акционеров и их совместимость, влияние корпоративной культуры и мотивацию ключевых менеджеров сложнее всего. Поэтому хорошая сделка с плохим партнером – плохая сделка.
6. За переговоры и сделку с каждой стороны должны отвечать одни и те же люди. В противном случае договоренности, достигнутые одной командой, могут быть отвергнуты второй, что приведет к потере времени и репутации.
7. Не стоит экономить время и ресурсы для due diligence и проработке документов сделки. Даже при полной уверенности в честности партнера следует помнить, что он не всегда может иметь всю достоверную информацию о своем бизнесе.
8. Не нужно объявлять о сделке публично до ее окончания, так как публичность значительно снижает переговорную гибкость, и утечка информации довольно часто приводит к прекращению переговоров.
9. План интеграции и перехода контроля от одного владельца бизнеса к другому должен быть подготовлен до

окончания сделки: после подписания документов каждый менеджер с обеих сторон должен знать, как ему действовать. Как правило, переход контроля и управления от одних собственников к другим вносит неопределенность в работу персонала всех уровней. На этом этапе легче всего потерять ключевой персонал, партнеров и клиентов.

10. Не стоит спешить изменять все процессы в приобретаемой компании «под себя». Для начала следует внимательно оценить опыт и процессы покупаемого бизнеса, завоевать доверие и поддержку персонала и только после анализа переходить к интеграции.

## 6. ФИНАНСОВАЯ РАЗВЕДКА КАК СПОСОБ ПЕРВИЧНОГО ПОЛУЧЕНИЯ ИНФОРМАЦИИ ОБ ОБЪЕКТЕ ВОЗМОЖНОГО СЛИЯНИЯ ИЛИ ПОГЛОЩЕНИЯ

Финансовая разведка – совокупность методов сбора, хранения и анализа финансовой информации о компаниях, с которыми предприятие осуществляет прямое или косвенное взаимодействие (конкуренты, поставщики, покупатели). Финансовая разведка нацелена на выявление рисков и угроз, а также новых возможностей для бизнеса.

### Источники информации

Источниками финансовой информации могут служить специализированная пресса, отчеты и внутренние издания компаний, брошюры и проекты, находящиеся в открытом доступе. Порядка 70-90% всей финансовой информации можно получить из открытых источников. К примеру, размещенная на интернет-сайте предприятия вакансия финансиста-аналитика для работы, связанной с постоянными командировками, может свидетельствовать о том, что компания планирует выход в регионы. А наличие вакансии регионального представителя уже не оставляет в этом никаких сомнений.

Среди наиболее распространенных источников информации выделим следующие:

- публикации и отчеты, полученные из открытых источников (Интернет, пресса, рассылаемые пресс-релизы). Информация, полученная из этих источников, не всегда содержит все необходимые данные, но она актуальна. К примеру, сведения о выводе на рынок новой продукции можно найти в специализированной прессе задолго до ее появления в продаже;
- информация, распространяемая публично или полученная в ходе неформального общения с сотрудниками конкурента (конференции, выставки, семинары, презентации);
- финансовая отчетность, публикуемая компаниями;
- легальные базы данных госучреждений в открытой продаже (Московская регистрационная палата, Госкомстат, Торгово-промышленная палата, Госкомимущество);
- анализ изделий конкурентов, находящихся в продаже (оценка материалов, использованных в производстве; технологий; анализ функций и стоимости продукта);
- специализированные агентства, предоставляющие сведения о финансовом состоянии и осуществляющие оценку финансовой надежности. Это следующая информация:
  - общие сведения о компании (адрес, руководство, учредители, история);
  - финансовая информация (годовой финансовый отчет за последние три года, объем производства, анализ внешнеэкономической деятельности);
  - характеристика деятельности компании;
  - отдельные события, факты (данные об участии компании в официальных мероприятиях, арбитраже, судебных разбирательствах);

- рейтинг состояния компании, отражающий финансовое положение и степень риска при сотрудничестве с данной компанией;
- упоминания в прессе за год или больший период.

### Методы сбора и обработки данных

- Мониторинг. Упростить поиск необходимой информации можно, используя специализированные программные продукты («Тренд», «Мониторинг», «Астарту», «Галактика ZOOM»), которые ежедневно сканируют тысячи информационных источников и отбирают по стратегии поиска те статьи или документы, которые представляют интерес для заказчика.
- Фокусный метод – проведение сбора данных по конкретной задаче (выяснение структуры расходов конкурентов, рентабельности или объема выручки). Сбор финансовой информации в фокусном режиме предполагает как использование открытых источников, так и различные методы взаимодействия с исследуемой компанией.

### Потенциальный инвестор

Наибольший объем информации о стоимости компании, ее прибылях и выручке можно получить, когда предприятие-конкурент ищет инвестора. На практике нередко возникают ситуации, когда сотрудники службы финансовой разведки представляются работниками компании-инвестора. Конкурент предоставляет им финансовые отчеты, готовит презентации о деятельности компании и сообщает о стратегических планах развития.

### Покупатель

Достоверную информацию можно получить, обратившись в компанию под видом покупателя и купив пробную партию. Это даст возможность как проанализировать продукцию, так и собрать в ходе дальнейших переговоров данные о ценах и условиях поставки.

Можно использовать следующие методы сбора информации.

- Открытие вакантной позиции. Очень эффективен личный контакт с сотрудниками компании-конкурента. Для этого компания открывает вакантную позицию одного из топ-менеджеров (директор по продажам, финансовый директор и т.д.) и предлагает такие условия, которые превосходят среднерыночное предложение: высокая заработная плата, хороший социальный пакет, бонусы. В процессе интервью соискателям задаются необходимые вопросы.
- Внедрение сотрудника в компанию-конкурента. Можно также использовать подход, когда сотрудник предприятия устраивается на работу в конкурирующую компанию и работает там один-два года, пока не изучит основные принципы и методы работы. Все это время специалист получает двойную зарплату. Получив информацию, он возвращается в компанию.
- Получение информации от «дружественных» компаний. Например, компания – дистрибьютор фармацевтической продукции осуществляла оптовую продажу медикаментов для сети аптек. Для упрощения процедуры заказа медикаментов аптекам другие дистрибьюторы пересылали прайс-лист с указанием цен и остатка на складах. На основании этой информации компания могла отслеживать наличие препаратов у дистрибьюторов-конкурентов и без негативных последствий повышать цену на товарные позиции, по которым запас у конкурентов был мал, а доставка требовала значительного времени.

## 7. РАСЧЕТ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛКИ M&A, ОПРЕДЕЛЕНИЕ СИНЕРГЕТИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА

При слиянии компаний большая часть создаваемой акционерной стоимости, как правило, достается не по-

купателю, а продавцу – этот эффект называется «проклятием победителя». Покупатель отдает продавцу всю дополнительную стоимость, которая образуется в результате слияния или поглощения, в виде премии – она составляет от 10% до 35% рыночной стоимости приобретаемой компании до объявления сделки. Мы считаем, что основной причиной «проклятия победителя» является тот факт, что покупатель переоценивает синергетические эффекты, создаваемые в результате слияния. Как уже говорилось ранее, синергетические эффекты могут появиться в результате экономии на масштабах, внедрения в объединенной компании самых передовых методов работы, появления новых возможностей, освоения специфических навыков объединившихся предприятий и, нередко, возникновения стимулирующего эффекта, который слияние оказывает на обе компании по отдельности.

В прошлом существовало расхожее мнение, что «за синергетический эффект не платят». Исследование, проведенное KPMG, показало, что 43% от ожидаемого синергетического эффекта включается в стоимость покупки.

Для оценки эффективности сделок по слиянию и поглощению используются различные подходы. Очень часто анализ слияния или поглощения начинают с прогноза будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. В такой прогноз включают либо повышение доходов, либо снижение расходов, обусловленное слиянием, затем дисконтируют эти суммы к настоящему времени и сравнивают полученный результат с ценой покупки. Традиционно оценка эффективности слияний и поглощений для отдельных компаний производится либо на основе капитализации, либо на основе финансовых коэффициентов (рентабельности, ликвидности, финансового рычага и т.д.).

### Модель денежного потока коммерческого предприятия

В модели денежного потока коммерческого предприятия стоимость собственного капитала компании определяется как стоимость предприятия доступная всем инвесторам за вычетом долговых обязательств и других законных притязаний инвесторов, обладающих приоритетом перед обыкновенными акциями (например, привилегированные акции). Стоимость основной деятельности и стоимость долга равны соответствующим денежным потокам, дисконтированным по ставкам, отражающим риск и альтернативные издержки денежных потоков. Модель дисконтированного денежного потока коммерческого предприятия широко применяется при оценке многопрофильных компаний, поскольку позволяет проанализировать и оценить отдельные компоненты бизнеса, из которых складывается стоимость коммерческого предприятия, выявить центры создания стоимости и позволяет выявить отдельные инвестиционные и финансовые источники стоимости для акционеров.

Стоимость основной деятельности равна приведенной стоимости ожидаемого в будущем свободного денежного потока. В свою очередь:

$$\begin{aligned} \text{Свободный денежный поток} &= \\ &= \text{Посленалоговая прибыль от основной} \\ &\text{деятельности} + \text{Неденежные отчисления} - \\ &- \text{Инвестиции в оборотный капитал,} \\ &\text{основные средства и прочие активы.} \end{aligned}$$

К нему не относятся денежные потоки, связанные с финансированием (процентные или дивидендные платежи).

**Стоимость компании = Стоимость отдельных бизнес единиц + Стоимость производительных (создающих деньги) корпоративных активов – Издержки корпоративного центра – Стоимость долга и привилегированных акций компании.**

Оценка синергии на основе денежного потока в варианте, предложенном Брейли и Майерсом:

$$\begin{aligned} \text{Ожидаемая чистая выгода} &= \\ &= \text{Дисконтированный денежный поток} \\ &\text{компании-цели, включая выгоды слияния} - \\ &- \text{Денежные средства на оплату покупки.} \end{aligned}$$

При применении метода дисконтированного денежного потока следует помнить, что даже очень талантливый аналитик может слишком оптимистично посмотреть на денежный поток компании-цели и тем самым совершить ошибку в оценке стоимости компании. С другой стороны, действительно целесообразное слияние может и не состояться, если будет недооценен потенциал поглощаемой компании.

### Модель экономической прибыли

В этой модели стоимость компании принимается равной величине инвестированного капитала плюс надбавка в размере приведенной стоимости, создаваемой в последующем году. Концепция экономической прибыли была предложена А. Маршаллом, который писал: «То, что остается от его [собственника или управляющего] прибылей после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской (управленческой) прибылью».

Преимущество модели экономической прибыли перед моделью дисконтированного денежного потока состоит в том, что экономическая прибыль наглядно показывает результаты деятельности компании в любом отдельно взятом году, тогда как величина свободного денежного потока в любом году определяется достаточно произвольными инвестициями в основные средства или оборотный капитал. Менеджмент компании может улучшить показатель свободного денежного потока данного года в ущерб долгосрочному созданию новой стоимости, например, отложив инвестиции.

Экономическая прибыль – это мера стоимости, создаваемой компанией в единичный период времени.

$$\begin{aligned} \text{Экономическая прибыль (EP)} &= \\ &= \text{инвестированный капитал} * (\text{ROIC} - \text{WACC}), \end{aligned}$$

где  
**ROIC** – рентабельность инвестированного капитала ( $\text{ROIC} = \text{NOPLAT}^7$  (инвестированный капитал);  
**WACC** – средневзвешенные затраты на капитал.

Преобразовав, получим:

$$\begin{aligned} \text{Экономическая прибыль} &= \text{NOPLAT} - \\ &- \text{Инвестированный капитал} * \text{WACC.} \end{aligned}$$

Экономическая прибыль концептуально равна бухгалтерской чистой прибыли, только при этом учитывается не только проценты по долгу, но и платежи за капитал.

В модели экономической прибыли стоимость компании равна:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость компании} &= \text{Инвестированный} \\ &\text{капитал} + \text{Приведенная стоимость} \\ &\text{прогнозируемой экономической прибыли,} \end{aligned}$$

где

<sup>7</sup> NOPLAT – net operating income less adjusted tax.

**Приведенная стоимость прогнозируемой экономической прибыли =  $EP / WACC$ .**

Р. Брейли и С. Майерс начинают анализ слияний и поглощений с определения рыночной стоимости компании-цели как самостоятельной единицы  $PV_B$ . Целесообразно сначала понять, почему две или несколько компаний, объединившись, будут стоить дороже, чем по отдельности, оценить возможные при этом экономические выгоды и издержки. В своем анализе они вводят понятие «экономическая выгода». Она возникает тогда, когда стоимость компании, созданной в результате слияния, выше суммы стоимостей образующих ее фирм порознь – иными словами, выгоды эти и представляют собой синергетический эффект:

$$\text{Выгоды} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB},$$

где

**A** – поглощающая компания;

**B** – поглощаемая компания.

Если выгоды имеют положительное значение, то слияние экономически оправдано.

Издержки для **A** = *оплата* –  $PV_B$

Для компании **A** чистая приведенная стоимость от поглощения компании **B** измеряется разностью между выгодами и издержками:

$$NPV = \text{Выгоды} - \text{Издержки} = \Delta PV_{AB} - (\text{Денежная оплата} - PV_B).$$

Поглощение со стороны компании **A** целесообразно, если чистая приведенная стоимость имеет положительное значение.

В варианте расчета чистой стоимости поглощения  $NAV^8$ , предложенным П. Гоханом, синергия может обеспечить объединенной компании положительную чистую стоимость поглощения:

$$NAV = V_{AB} - [V_A + V_B] - P - E,$$

где

$V_{AB}$  – объединенная стоимость двух компаний;

$V_B$  – рыночная стоимость акций компании **B**;

$P$  – премия, выплаченная за компанию **B**;

$E$  – издержки процесса поглощения;

$V_A$  – оценка компанией **A** своей собственной стоимости.

Преобразовав, получим:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E).$$

Значение в квадратных скобках представляет собой синергетический эффект. Чтобы окупить слияние, этот эффект должен быть больше, чем  $P + E$ .

О компаниях часто говорят, что «их стоимость – это  $EBITDA^9$ , помноженная на некоторый коэффициент».

### Оценка стоимости

Оценка стоимости компании и возможных синергетических эффектов крайне важна. Очень немногие компании получают от слияний и поглощений то, что ожидают, отчасти потому, что переоценивают величину синергетических эффектов и переплачивают за компанию (очевидно, что вышесказанное не относится к ситуации, когда поглощение производится с целью закрытия бизнеса компании-цели) (рис. 7.1).

#### Уровень 1

- Увеличить бюджет и повысить ответственность за запуск новых продуктов.

<sup>8</sup> NAV – net acquisition value.

<sup>9</sup> Earnings before interest, depreciation and amortization – прибыль до уплаты налога на прибыль, процентов и амортизации.

- На переходный период сохранить существующие планы продаж.
- Определить приоритетные направления в расходах на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР).
- Консолидировать производство.
- Консолидировать снабженческую деятельность.
- Рационализировать маркетинг.

#### Уровень 2

- Стремиться к повышению эффективности работы ключевых направлений (НИОКР, маркетинг).
- Перезаключить контракты с производственным персоналом на новых условиях.
- Кардинально пересмотреть стратегию в области НИОКР и ассортимента продукции.
- Разработать новую модель управления, взяв за основу лучшие наработки обеих компаний.
- Использовать положение компании в уникальных сегментах рынка для реализации продукции обеих компаний.
- Найти более дешевые источники финансирования.

#### Уровень 3

- Наладить выпуск новых продуктов.
- Создать возможности для дальнейших слияний / поглощений.

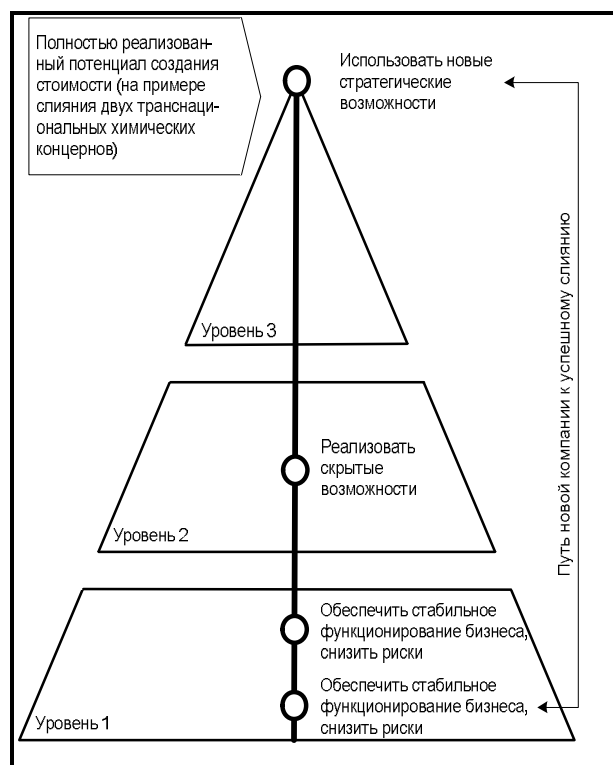


Рис. 7.1. Уровни поддержания и создания новой стоимости при сделках слияния и поглощения

### Анализ эффективности

В общем виде (по упрощенной схеме) анализ эффективности слияния или поглощения компаний предусматривает:

- прогнозирование денежного потока;
- определение уровня дисконтной ставки или цены капитала для оценки прогнозируемого денежного потока;
- оценку реальной стоимости приобретаемой фирмы;
- сравнительный анализ полученных данных.

#### 1) Прогнозирование денежного потока:

$$CF = CF_1 / (1 + r)^1 + CF_2 / (1 + r)^2 + \dots + CF_n / (1 + r)^n + TV / (1 + r)^n,$$

где

**CF** – это сумма, которую мы можем себе позволить затратить на инвестиции;

**CF<sub>1, 2, ..., n</sub>** – денежные потоки (прибыль на кассовой основе) проекта в годы **1, 2, ..., n**;

**TV** – конечная стоимость предприятия, создаваемого в рамках проекта. На первом уровне это остаточная стоимость оборудования, которое можно продать по окончании проекта;

**CF<sub>1, 2, ..., n</sub>** вычисляются на основе данных прогнозного отчета о прибылях и убытках (income statement). На первом уровне считается, что денежный поток равен сумме чистой прибыли (net income) и амортизации (depreciation).

2) За «*r*» закрепилось название нормы дисконта (в дословном переводе нормы уценки), все наши будущие денежные поступления как бы уценяются.

$$r = RFR + \beta * (Rm - RFR),$$

где **RFR** (risk free rate) – безрисковая ставка по инвестициям (в США – ставка по государственным облигациям);

**beta (β)** – мера относительного риска нашей акции по отношению к среднерыночному риску;

**Rm** (market rate) – доходность среднерыночной ценной бумаги.

3) Рыночная цена. Наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке, в условиях конкуренции.

Оценка рыночной стоимости осуществляется в рамках трех стандартных подходов (см. табл. 1.7).

4) Сравнение дисконтируемого денежного потока и стоимости компании.

**CF > MV** (market value) слияние оправдано

**CA < MV** не оправдано.

Экономические выгоды от слияния возникают только тогда, когда рыночная стоимость компании, созданной в результате слияния или поглощения выше, чем сумма рыночных стоимостей образующих ее фирм до их объединения. Эти выгоды и представляют собой синергетический эффект.

Эффекты синергии, как показано в табл. 7.1 и 7.2, можно разделить на два типа: операционные синергии и финансовые (рис. 7.2) синергии.

Таблица 7.1

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ И ОСОБЕННОСТИ ПОЛУЧЕННЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ

Стоимостной подход (доходный подход)	Сравнительный подход	Затратный способ
Заключается в оценке благосостояния с помощью рыночной стоимости собственности. Опирается на методы капитализации и дисконтирования денежных потоков. Стоимость права контроля равна текущей стоимости доходов этого права. <b>Оценка стоимости = Чистый денежный поток / Коэффициент капитализации.</b> (Должен быть стабильный доход и постоянный темп его изменения)	Метод компании-аналога. Стоимость объекта может быть определена на основе стоимости аналогичных объектов на рынке, при этом необходимым условием является наличие достаточного количества объектов-аналогов на рынке и достоверных источников информации о них. Суть метода заключается в определении наиболее значимых показателей объекта: чистая прибыль, величина активов, выручка и т.п., нахождении схожих по характеристикам (отрасль, продукция, технология и т.п.) объектов-аналогов	В рамках затратного способа выделяют методы ликвидационной стоимости, чистых активов. Особенность ликвидационного метода: покупатель не заплатит за объект больше суммы затрат на создание такого же объекта и стоимость при этом не учитывает потенциал компании, а базируется на ее текущем положении. Используется для оценки участников в состоянии банкротства, либо если текущая стоимость доходов несоизмеримо меньше стоимости материальных активов. <b>(Стоимость материальных активов = Затраты на ликвидацию – Финансовый результат от ликвидации).</b> Метод чистых активов применим для компаний, имеющих значительные материальные активы
	Метод отраслевых коэффициентов. После определения значимых показателей объекта определяются рыночные мультипликаторы для каждого объекта-аналога отношение стоимости объекта к его показателям ( <b>Мультипликатор выручки = Стоимость компании / Выручку компании</b> ). На основе них определяется вариант стоимости исходного объекта	
Спорные моменты: • субъективность построения прогноза доходов; • субъективность определения ставки дисконтирования и коэффициента капитализации; • сложность оценки убыточных предприятий в меньшей степени приемлем для определения рыночной стоимости миноритарных (неконтрольных) пакетов акций компании, производящей товары или услуги	-	Традиционно считается наиболее надежным подходом при оценке бизнеса и акций. Основные трудности, связанные с его применением, – определение обоснованного денежного потока и приемлемой ставки дисконта

Таблица 7.2

ФОРМЫ ОПЕРАЦИОННОЙ СИНЕРГИИ <sup>10</sup>

Экономия на масштабе	Экономия на гибкости	Возможности роста
• Рост производительности за счет специализации; • снижение постоянных издержек на единицу продукции за счет их распределения; • более полное использование мощностей; • рост коэффициента «выручка / потенциальная выручка»	• Гибкость сетей товаропродвижения; • плотность охвата потребителей; • гибкость исследований рынка; • гибкость управленческой команды	• Скорость расширения рынка; • создание / укрепление рынка; • скорость освоения / создания технологии; • скорость создания новых продуктов; • укрепление / создание рыночной власти

<sup>10</sup> Использование общего (планирование, контроль) и специального (отраслевого) менеджмента.

Операционная синергия первого вида ведет к увеличению эффективности текущих операций, снижению прямых и косвенных затрат на разных этапах создания и продвижения продукта к клиенту. Операционная синергия второго вида позволяет избежать новых инвестиций: в развитие сбытовой сети компании, ее рыночные исследования, продвижение продукта, наконец, в развитие персонала и управленческой команды. Эта синергия выражается в ускорении движения компании по стратегической траектории.

В финансовой синергии происходит колебание доходности базисного актива.

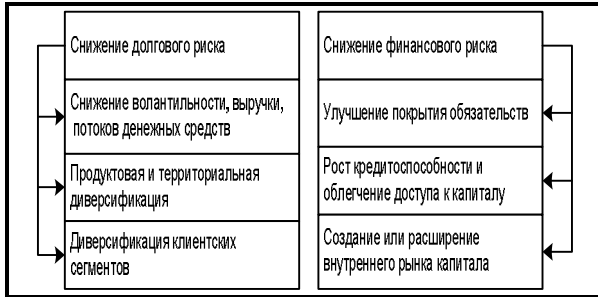


Рис. 7.2. Финансовая синергия

$\Delta Debt$  – это слагаемое отражает результирующие выплаты в адрес кредиторов и включает расходы на выплату процентов по долгам и погашение основной суммы долга в расчете на год, а также прирост заемного долгосрочного капитала в соответствующем периоде. В анализе величины  $\Delta Debt$  необходимо отразить возможное влияние финансовой синергии, поскольку она связана с улучшением доступа к кредитным ресурсам.

Модель расчета синергетического эффекта базируется на разделении деятельности компании на бизнес-процессы. Для того чтобы оценить потенциальный синергетический эффект, необходимо сначала выделить основные сферы, в которых стратегический инвестор может получить эти эффекты, определить их источник и оценить их диапазон.

Сфера	Источники синергетического эффекта	Диапазон синергетического эффекта, %	База
Закупки	<ul style="list-style-type: none"> <li>Эффект масштаба в переговорах</li> <li>Обмен лучшей практикой</li> </ul>	1,5-5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Затраты на закупку материалов и оборудования, услуг (вкл. транспорт)</li> </ul>
Логистика	<ul style="list-style-type: none"> <li>Использование лучших условий</li> <li>Оптимизация потоков</li> <li>Снижение цен за перевозки</li> </ul>	1-10	<ul style="list-style-type: none"> <li>Затраты на логистику</li> </ul>
Производство	<ul style="list-style-type: none"> <li>Оптимизация загрузки мощностей</li> <li>Обмен лучшей практикой</li> </ul>	1-5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Себестоимость продукции</li> </ul>
Сбыт	<ul style="list-style-type: none"> <li>Перекрестные продажи</li> <li>Уход от конкуренции за единых покупателей</li> <li>Укрепление позиции в переговорах</li> </ul>	2-3	<ul style="list-style-type: none"> <li>Объем продаж</li> </ul>
Инвестиции	<ul style="list-style-type: none"> <li>Избежание дублирующих инвестиционных проектов</li> </ul>	?	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сумма зависит от дублирующих проектов</li> </ul>
Численность корпоративного центра	<ul style="list-style-type: none"> <li>Снижение общей численности дублирующих функций</li> </ul>	20-40	<ul style="list-style-type: none"> <li>Общая численность двух корпоративных центров</li> </ul>
Финансы	<ul style="list-style-type: none"> <li>Снижение стоимости капитала</li> </ul>	0,5-3	<ul style="list-style-type: none"> <li>Стоимость капитала</li> </ul>
Система управления	<ul style="list-style-type: none"> <li>Масштаб повышения современности системы корпоративного управления</li> </ul>	?	<ul style="list-style-type: none"> <li>Прозрачность и понятность процессов управления</li> <li>ERP системы</li> </ul>

Рис. 7.4. Источники синергетического эффекта

Анализ эффектов синергии происходит с качественной и с количественной точек зрения.

Качественный анализ предполагает создание «списка заявок» на эффекты синергии, в котором затем следует оставить потенциальные причины возникновения синергии (применительно к конкретной сделке). Для этого понадобится провести стратегическую оценку возможностей каждой компании, выявив потенциал комбинирования ресурсов (рис. 7.4).

Количественный расчет синергии можно провести по формуле:

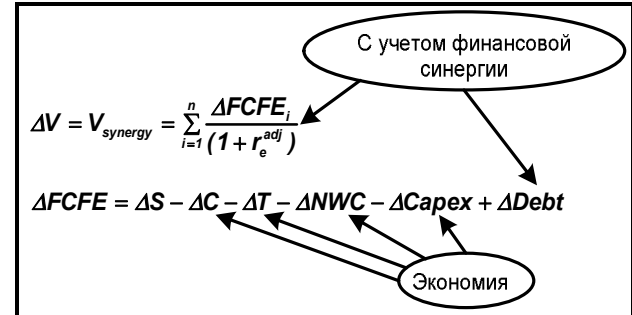


Рис.7.3. Расчет синергии

где

$\Delta FCFE$  (free cash flow to equity) – поток денежных средств для акционеров;

$\Delta S$  (sales) – прирост выручки;

$\Delta C$  (cost) – экономия на расходах;

$\Delta T$  (tax) – экономия на налоге на прибыль;

$\Delta Capex$  (capital expenditure) – экономия на капиталовложениях;

$\Delta NWC$  (net working capital) – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

$\Delta Debt$  – прирост чистого долга;

$Re$  (return) – доходность акционерного капитала (барьерная ставка).

**Оценка рисков при слиянии и поглощении**

Рассматривая вопрос определения риска слияний / поглощений предприятий, важно отметить социальную направленность (составляющую) сделки по слиянию/поглощению. Например, большое сокращение численности работников, сброс основных фондов в градообразующих предприятиях вызовет явное противодействие местной администрации (табл. 7.3).

Таблица 7.3

**ВИДЫ РИСКОВ**

Классификация рисков	
<b>Стратегические риски:</b> • планирование; • продуктовый цикл; • распределение ресурсов; • непрерывность деятельности; • ошибки в корпоративном управлении	<b>Финансовые риски:</b> • кредитные; • изменение процентных ставок; • валютные; • колебания рынков
<b>Операционные риски:</b> • технологические; • профессиональная ответственность; • риски информационных технологий; • организационные; • ошибки, халатность	<b>Опасности:</b> • огневые риски; • природные риски; • судебные иски; • преступления
<b>Становые риски:</b> • политические	<b>Отраслевые риски:</b> • регулирование отрасли; • изменение конъюнктуры

Анализ «провалов» слияний и поглощений показал, что в основном они происходят из-за ошибок в разработке стратегических планов, неправильной оценки потенциала и синергии и смещений реализации проекта. На практике часто график финансирования проекта не выполняется (по объективным причинам), происходит смещение и задержка сроков, объема выпускаемой продукции, что приводит к изменению эффективности проекта.

К рискам можно отнести:

- потерю клиентов;
- ценовую войну (давление);
- атаку конкурентов;
- потерю ключевых сотрудников;
- отсутствие необходимых навыков;
- политическое / культурное сопротивление поглощаемой компании;
- нарушения обязательств со стороны поставщиков и дистрибьюторов;
- технологические сбои;
- неоднозначность реакции со стороны рабочего коллектива;
- реакция со стороны регулирующих органов;
- негативный PR в СМИ и т.д.

Способы выявления рисков:

- экспертные (анкетирование, интервью, риск аудит, построение карты рисков);
- аналитические (составление рейтингов, проведение финансового анализа);
- статистические (**VaR**<sup>11</sup>, **CFaR**<sup>12</sup>, benchmarking, имитационное моделирование, сценарный анализ).

Чтобы достичь желаемых синергетических эффектов, необходимо учесть следующее.

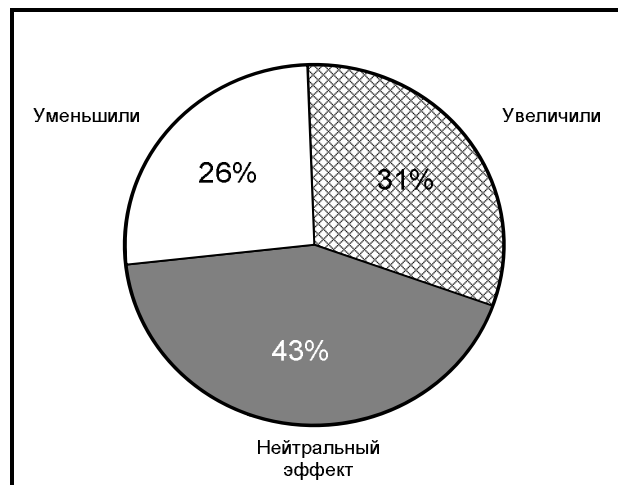
- Для начала руководителям следует критически оценить предполагаемые синергетические эффекты – слишком

часто их величина оказывается завышенной, – а также возможные издержки и негативные эффекты объединения, такие как потеря клиентов или трудности введения единого стандарта обслуживания клиентов в объединяющихся компаниях: вероятно, объем единовременных издержек при слиянии окажется гораздо больше. Особое внимание нужно уделить подбору команды, проводящей слияние: в нее должны войти профессионалы, способные благодаря своим знаниям восполнить недостаток информации.

- В ходе анализа эффективности слияний и поглощений представляется целесообразным оценивать возможную реакцию инвесторов. Если курс акций поглощающей компании упадет после объявления о предстоящей сделке, значит, инвесторы считают выгоды поглощения сомнительными или цену компании завышенной.
- Кроме того, необходимо иметь в виду, что в процессе покупки компании часто возникает ситуация, похожая на аукцион, т.е. компании-покупатели конкурируют друг с другом. Необходимо осмотрительно принимать решение об участии в таком «аукционе».
- Слияния могут повысить эффективность объединившихся компаний, но они же могут и ухудшить результаты текущей производственной деятельности, усилить бремя бюрократии.
- Поглощающие компании порой неверно оценивают активы интересующих их компаний или их обязательства. Можно недооценить издержки, сопряженные с модернизацией оборудования в этой компании, или ее обязательства по гарантийному обслуживанию бракованной продукции. Существенно влияют обязательства по охране окружающей среды.
- Очень часто недооцениваются необходимые инвестиции для осуществления сделки по слиянию или поглощению. Например, при поглощении BMW компании Rover приблизительная стоимость последней составляла 800 млн. фунтов, а необходимые в последующие пять лет после слияния инвестиции – 3,5 млрд.

Несмотря на возросшую конкуренцию на рынке слияний и поглощений, количество сделок, в результате которых стоимость была увеличена, больше чем количество сделок, приведших к уменьшению стоимости. По оценкам KPMG, более двух третей сделок не приводят к увеличению стоимости компании, 43% из них являются «нейтральными».

Исходя из этого, можно предположить, что компании-покупатели осуществляют приобретения с целью удержания своей конкурентной позиции. Эти результаты также свидетельствуют об усилении позиций продавца (рис. 7.5).



**Рис. 7.5. Увеличение стоимости компании в результате сделки<sup>13</sup>**

<sup>11</sup> Value at risk – уровень капитала, который с определенной вероятностью находится под риском.

<sup>12</sup> Cash Flow after Risk.

<sup>13</sup> Источник: KPMG International.

По оценке KPMG, только 31% сделок привел к реальному увеличению стоимости. В По оценке KPMG, только 31% сделок привел к реальному увеличению стоимости. В среднем 43% от ожидаемой стоимости в результате синергии включалось в покупную цену.

Синергетический эффект не всегда материализуется там, где его ожидают. Кроме того, если компания фокусируется только на достижении синергетического эффекта в области экономии расходов, она упускает возможность получения всех запланированных выгод от сделки, в том числе и от возможной синергии в области выручки.

Примерно две трети компаний, стоимость которых увеличилась после проведения сделки, достигли или превысили запланированный синергетический эффект и намеченные показатели эффективности. И наоборот: компании, испытавшие негативный эффект в результате проведенной сделки, не смогли достичь ни намеченных показателей повышения эффективности, ни запланированного синергетического эффекта (рис. 7.6).

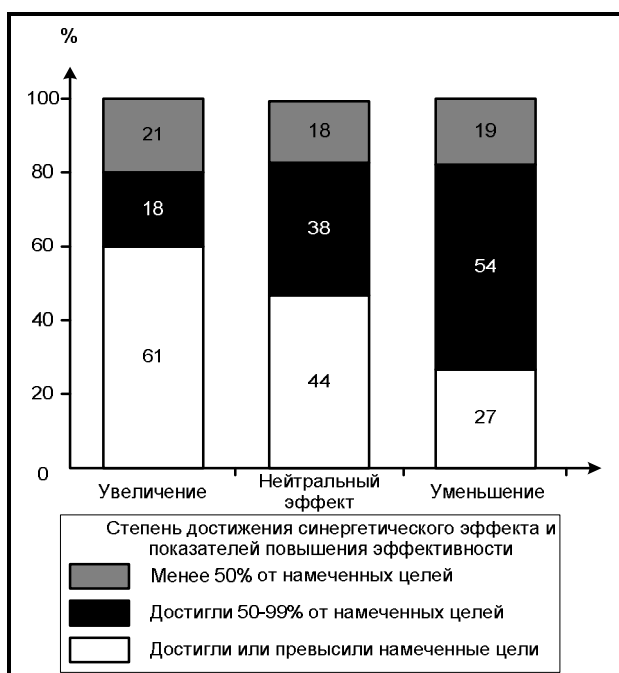


Рис. 7.6. Соотношение увеличения стоимости компании и достижения ими запланированного синергетического эффекта и показателей повышения эффективности<sup>14</sup>

## 8. ПРОВЕДЕНИЕ DUE DILIGENCE: НА ЧТО ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ?

В процессе подготовки к слиянию и поглощению, как правило, проводится процедура due diligence<sup>15</sup>. Инициаторами проведения due diligence могут быть как акционеры (менеджмент компании), так и сторонние

лица – это инвесторы, покупающие ценные бумаги проверяемой компании или долю в уставном капитале (рис. 8.1, табл. 8.1).

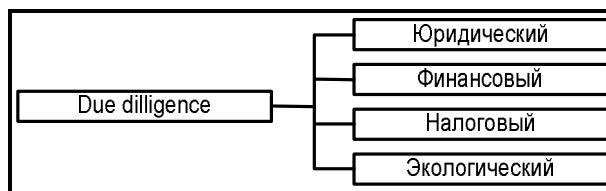


Рис. 8.1. Виды процедур проверки благонадежности<sup>16</sup>

Таблица 8.1

### ИСТОЧНИКИ ЮРИДИЧЕСКОЙ НЕБЛАГОНАДЕЖНОСТИ

Объект проверки	Проблема
Законность принятия решения о создании общества	Общество может быть создано либо в результате учреждения, либо реорганизации. Если среди учредителей есть юридические лица, то в ряде случаев необходимо соответствующее решение совета директоров и (или) общего собрания акционеров / участников, например, если передача вклада в уставный капитал является крупной сделкой (25% от активов). Несоблюдение таких требований может создать факт неустранимого нарушения, что является одной из предпосылок ликвидации общества. Другим таким нарушением может явиться участие в компании органов государственной власти
Регистрация выпуска акций	Одним из нерешенных вопросов в настоящее время является устранение такого нарушения, как отсутствие государственной регистрации выпуска акций, если они были выпущены до принятия Закона о РЦБ (1996 г.)
Правомочность владения акциями / долями организации основными собственниками	В соответствии со ст. 5 ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» запрещается совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащим ему ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска. То же относится и к долям в ООО
Учредительные документы компании	Существуют компании, которые ни разу с момента создания не меняли свой устав, хотя законодательство неоднократно меняется и принимаются различные поправки к Закону об АО и к Закону об ООО. Иногда устав не меняется по причине блокировки соответствующих решений акционерами (учредителями), которые находятся в конфликте с другими участниками компании
Своевременность оплаты уставного капитала	Вопрос является принципиальным с точки зрения правомерности владения участниками общества акциями (долями). Даже если они полностью оплачены, но нарушениями срока, то последующие сделки с ними могут быть признаны недействительными. Например, согласно ст. 34 Закона об АО по истечении одного года с момента государственной регистрации общества (если меньший срок не предусмотрен договором о создании общества.) неоплаченные акции переходят в собственность акционерного общества. Не менее 50% акций общества, распределенных при его учреждении, должно быть оплачено в течение трех месяцев с момента государственной регистрации

<sup>14</sup> Источник: КПМГ Интернешнл.

<sup>15</sup> Термин due diligence в переводе с английского дословно означает «должная заботливость, осмотрительность». В российской финансовой и юридической литературе due diligence на русский язык переводится как «проверка должной добросовестности», «правовой анализ истории юридического лица», «изучение деятельности компании», «исследование бизнеса» и т. д. Однако все чаще этот термин не переводят и используют оригинальное англоязычное выражение.

<sup>16</sup> Обычно в бизнес-практике выделяют юридический, финансовый и налоговый due diligence. Для предприятий ряда отраслей (металлургической и химической) проводят также экологический due diligence. На некоторых стадиях привлекают юридические компании, инвестиционные банки и бизнес-консультантов.



Объект проверки	Проблема
Уставный капитал ООО	Наиболее распространенным является нарушение ст. 15 Закона об ООО. Так, если номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости) доли участника общества в уставном капитале общества, оплачиваемой неденежным вкладом, составляет более 200 минимальных размеров оплаты труда, установленных федеральным законом на дату представления документов для государственной регистрации общества или соответствующих изменений в уставе общества, такой вклад должен оцениваться независимым оценщиком. Поскольку при государственной регистрации ООО или изменения его уставного капитала не требуется предоставления заключения об оценке, то данное нарушение является частым. В результате возникают риски признания соответствующих операций недействительными, признание увеличения уставного капитала несостоявшимся с возвратом вкладов
Лицензии	Некоторые виды деятельности организаций подлежат обязательному лицензированию. Необходимо не только следить за своевременным обновлением лицензии, выданных на определенный срок, но и выявлять нарушения лицензионных требований. Иначе лицензия может быть аннулирована в случае проверки лицензирующим органом, а деятельность компании заблокирована
Крупные сделки и нарушения корпоративных процедур	Крупная сделка, стоимость которой составляет от 25% до 50% балансовой стоимости активов общества, должна совершаться с единогласного одобрения совета директоров, а сделка стоимостью более 50% балансовой стоимости активов общества – ¾ голосов общего собрания акционеров. Нарушение этой нормы также как и несоблюдение корпоративных процедур (например, порядок созыва общего собрания, круг вопросов, выносимых на общее собрание и лежащих вне его компетенции) может привести к недействительности сделки или принятых решений

Юридический due diligence – это процедура анализа, целью которой является проверка правового статуса компании, а также проверка деятельности компании на соответствие действующим нормативными актами в области гражданского, трудового и корпоративного права. Проверяются законность принятых решений, учредительные документы, правомочность владения акциями / долями компании, юридическая база деятельности компании, лицензии и лицензионные права, торговые марки, анализ действующих договоров с поставщиками и покупателями, трудовые / лизинговые / кредитные договоры, договоры страхования, проводится имущественная проверка.

В ходе юридического due diligence анализируются:

- юридическая база деятельности компании:
  - анализ правового статуса предприятия, устранение выявленных нарушений;
  - определение перечня и сбор недостающих документов;
  - приведение документации предприятия в соответствие с требованиями действующего законодательства;
  - анализ и коррекция основополагающих для деятельности предприятия гражданско-правовых договоров.
- Анализ действующих договоров:
  - инвентаризация, анализ и приведение к требованиям закона заключенных трудовых договоров;
  - юридический аудит коммерческих договоров предприятия;
  - выявление и анализ договоров залога;
  - инвентаризация балансовых и забалансовых обязательств предприятия, их оптимизация с целью повышения привлекательности бизнеса.

- Имущественная проверка:
  - определение количественного и качественного состава активов, находящихся в собственности предприятия и их соответствие параметрам предприятия;
  - классификация активов и подтверждение имущественных прав предприятия;
  - анализ документов, правоустанавливающих землепользование и их соответствие натурным характеристикам занимаемого земельного участка;
  - экспертиза размеров и периодичность подлежащих уплате платежей, связанных с земельным участком (налог на землю, арендная плата);
  - определение рыночной стоимости активов, находящихся в собственности;
  - определение рыночной стоимости основных средств, находящихся в пользовании и соответствие данных условий экономическим интересам предприятия;
  - идентификация нематериальных активов предприятия и их состав;
  - определение рыночной стоимости идентифицированных нематериальных активов.

Учитывая особенности становления большинства организаций и несовершенное, часто меняющееся законодательство, необходимо проверить следующие моменты (см. табл. 8.1).

*(Продолжение в следующем номере журнала)*

### Литература

1. Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство слияний и поглощений. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
2. Коупленд Т., Колер Т., Мурир Д. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2005.
3. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М., 2005.
4. Иванов Ю.В. Слияния, поглощение и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: АльгашаПаблшер, 2004.
5. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000.
6. Механизмы купли и продажи бизнеса / Под ред. Шаститко А.Е. – М.: Ось-89, 2003.
7. Никонова И.А. Финансирование бизнеса. – М.: Альпина Паблшер, 2003.
8. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 1996.
9. Галпин Т., Хэндон М. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний. – М.: Вильямс, 2005.
10. Завьялова Е., Этокова Е. Международные слияния и поглощения: опыт запада. – М.: Рант, 2003.
11. Эванс Ф., Бишоп Д.М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
12. Молотников А. Слияния и поглощения: российский опыт. – М.: Вершина, 2006.
13. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 1999.
14. Бригхэм Ю., Гаспенски Л. Финансовый менеджмент: В 2 т. – СПб.: Экономическая школа, 1997.
15. Гвардии С.В., Чекун И.Н. Финансирование слияний и поглощений в России. – М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2006.
16. Змеев А.В. Механизм управления корпоративным развитием в условиях слияния или поглощения компаний. Ростов, 2004.
17. Шлубков Д. Особенности корпоративного управления в России. – М.: Альпина, 2005.
18. Ионцева М. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. М., 2004.

19. Симонова Л.М. Транскультурный подход в международном бизнесе (управление зарубежными активами). – Тюмень: Изд-во Тюменского ун-та, 2003.
20. Погодина В.В. Инвестиционный механизм слияния и поглощения предприятий корпоративного типа. – СПб.: Изд-во СПб ун-та экономики и финансов, 2005.
21. Полуэктов А.А. Новые методы оценки компании в сделках слияния и поглощения. – М.: МАКС-Пресс, 2003.
22. Беляева И.Ю., Эскиндаров М.А. Капитал финансово-промышленных корпоративных структур: теория и практика. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002.
23. Гражданский кодекс Российской Федерации (части первая и вторая).
24. Федеральный закон от 25 мая 1995 года №93-ФЗ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках».
25. Федеральный закон от 26 декабря 1995 года №208 «Об акционерных обществах».
26. Федеральный закон от 22 апреля 1996 года №39 «О рынке ценных бумаг».
27. Федеральный закон от 5 марта 1999 года №46 «О защите прав и законных интересов на рынке ценных бумаг».
28. Федеральный закон от 8 февраля 1998 года №14 «Об обществах с ограниченной ответственностью»
29. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
30. Стандарты оценки, утвержденные постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519.
31. Владимиров И.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – №1.
32. Миллионы за пустышку // Секрет фирмы. – 2005. – №4.
33. Слияния и поглощения. – 2004. – №9.
34. Слияния и поглощения. – 2004. – №1-2.
35. Чекун И. Финансирование слияний и поглощений путем выпуска облигаций // Слияния и поглощения. – 2006. – №4.
36. Васюхнова А. Правовые аспекты реструктуризации бизнеса // Слияния и поглощения. – 2006. – №4.
37. Осипенко О. О перспективах реформирования правовых институтов корпоративного управления в России // Слияния и поглощения. – 2004. – №12.
38. Павловский М. Проблемы взаимоотношения бизнеса и региональных властей // Слияния и поглощения. – 2004. – №11.
39. Ляпина С. Слияния и поглощения – признак развитой рыночной экономики // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №1.
40. Базоев С. Мировой бизнес: Эпоха слияний компаний // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №4.
41. Майклсон В., Салин П. Проблемы управления репутацией компании при осуществлении поглощения // Слияния и поглощения. – 2003. – №1.
42. Никитин Л.Л. Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.
43. Генске М. Механизмы финансирования слияний и поглощений // Слияния и поглощения. – 2003. – №9.
44. Слияния и поглощения. – 2006. – №1-2.
45. Татарченко Л. Управление постинтеграционными процессами // Слияния и поглощения. – 2005. – №1.
46. Храпун В., Дорошенко Е. Сложности определения стоимости компаний при осуществлении слияний и поглощений в России // Слияния и поглощения. – 2005. – №3.
47. Харченко С. Оценить, чтобы продать // Слияния и поглощения. – 2005. – №4.
48. Павловский М. Синергетический эффект слияний // Слияния и поглощения. – 2005. – №1.
49. Молотников А. Проблема нормативного регулирования сделок M&A в России // Слияния и поглощения. – 2005. – №2.
50. Молотников А. Манипулирование // Слияния и поглощения. – 2005. – №3.
51. Молотников А. Перспективы развития российского рынка слияний и поглощений // Слияния и поглощения. – 2005. – №1.
52. Ведомости. – 2006. – №15.
53. Молотников А. Роль учредительных и внутренних документов компаний // Слияния и поглощения. – 2005. – №4.
54. Леонов Р., Павловский С., Леонов Д., Старюк П. Враждебные поглощения в России // Слияния и поглощения. – 2005. – №1.
55. Тутыркин В. Что делает предприятие мишенью // Слияния и поглощения. – 2006. – №1-2.
56. www.mergers.ru.
57. www.ma-law.ru.

*Лысенко Денис Владимирович*

## РЕЦЕНЗИЯ

Материалы статьи «Анализ эффективности слияний и поглощений» актуальны и востребованы для учебного процесса. Отличительной чертой материалов является их иллюстративность, последовательность изложения этапов и методическая полнота. Статья раскрывает технологии управления эффективностью и специфику этапов проведения сделок слияния и поглощения. Материалы статьи окажут помощь в изучении спецкурса «Слияние и поглощения», а также окажут методическую помощь в оценке эффективности сделок слияния и поглощения, в их организации и проведении на практике.

Предложенные в статье методы решения теоретико-методологических и организационно-методических задач слияния и поглощения с учетом западного опыта способствуют повышению обоснованности и качественного уровня принятия управленческих решений на предприятии, оптимизации затрат на проведение сделки, получения большего синергетического эффекта, установления контроля на каждом этапе проведения сделок, управление стоимостью сделки, контроля степени достижения стратегических целей и задач поставленных перед руководителями.

*Пласкова Н.С., к.э.н., доцент кафедры бухгалтерского учета, анализа и аудита Российского государственного торгового-экономического университета*

## 3.19. ANALYSIS OF EFFICIENCY OF MERGES AND ABSORPTION

D.V. Lysenko, Candidate of Science (Economic), the Senior Lecturer of Faculty of the Account, the Analysis and Audit of Economic faculty of the Moscow State University it. M.B. Lomonosov

Efficiency of activity of the organization in modern conditions of managing depends on acceptance of duly and economically expedient administrative decisions. Various conditions of development of the company demand from managers of specific knowledge, with reference to this or that level of development of business. One of ways of dynamical development of the company, and also increase in volume of the market and increase of capitalization of the organization is merge and absorption of other subjects of managing. Choosing a way of development of the company through merge and absorption, it is necessary to possess such competence, beginning from technology of

a choice of object of the transaction and finishing procedure of carrying out of the transaction and integration of business.

Materials of clause promote formation at experts of theoretical and practical skills in development and acceptance of the effective administrative decisions based on deep analytical study of a material; possession of techniques of definition of efficiency of transactions of merge and absorption, methods of calculation synergetics effects, the advanced administrative technologies of carrying out of transactions and integration of business; development system both scales in development and realizations of strategic problems.

## Literature

1. The Art of M&A / S.F. Reed, A.R. Lajoux. – New York et al., 1999.
2. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. N. Y., 1995.
3. Patrick A. Gaughan. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. Wiley, John & Sons, Incorporated, 2007.
4. J.V. Ivanov. Merges, absorption and division of the companies: strategy and tactics of transformation of business. – Moscow.: AlgashaPublisher, 2004.
5. N.B. Rudyk, E.V. Semenkov. The market of the corporate control: merges, rigid absorption and repayments debt financing. – Moscow: Finance and statistics, 2000.
6. Mechanisms of the purchase and sale of business / Under A.E. Shastitko edition – Moscow: the Axis – 89, 2003.
7. I.A. Nikonova. Financing of business. – Moscow.:AlgashaPublisher, 2003.
8. James C. Van Horne. Fundamentals of Financial Management. – Prentice Hall, 2004.
9. Timothy J. Galpin, Mark Herndon The Complete Guide to Mergers and Acquisitions. Process Tools to Support M&A Integration at Every Level. – Jossey-Bass, 2007.
10. E.Zavyalova, E. Etokova. The international merges and absorption: experience of the West. – Moscow: Rant, 2003.
11. Frank C. Evans, M. David. Bishop Valuation for M&A: Building Value in Private Companies. – Wiley, 2001.
12. A. Molotnikov. Merges and absorption: the Russian experience. – Moscow: Top, 2006.
13. Estimation of business / Under A.G. Grjaznova, M.A. Fedotova edition. – Moscow: the Finance and statistics, 1999.
14. Eugene F. Brigham, C. Louis. Gapenski Financial management. – Thomson Learning, 1993.
15. S.V. Gvardii, I.N. Chekun. Financing of merges and absorption in Russia. – Moscow: BINOM. Laboratory of knowledge, 2006.
16. A.V. Zmeev. The mechanism of management of corporate development in conditions of merge or absorption of the companies. Rostov, 2004.
17. D. Shlubkov. Features of corporate management in Russia. – Moscow: Alpina, 2005.
18. M. Ionceva. Corporate captures: merges, absorption, green a mail. – Moscow, 2004.
19. L.M. Simonova. The transcultural approach in the international business (management of foreign actives). – Tyumen: Publishing house of the Tyumen university, 2003.
20. V.V. Pogodina. The investment mechanism of merge and absorption of the enterprises of corporate type. – St.-Petersburg: Publishing house of the St.-Petersburg university of economy and the finance, 2005.
21. A.A. Poluektov. New methods of an estimation of the company in transactions of merge and absorption. – Moscow: MAX-Press, 2003.
22. I.J. Beljaeva, M.A. Eskindarov. The capital of financial and industrial corporate structures: the theory and practice. – Moscow: Financial academy at the Government of the Russian Federation, 2002.
23. The civil code of the Russian Federation (a part the first and the second).
24. The federal law from May, 25th, 1995 №93-ФЗ «About a competition and restriction of monopolistically activity in the commodity markets».
25. The federal law from December, 26th, 1995 №208 «About joint-stock companies».
26. The federal law from April, 22nd, 1996 №39 «About a securities market».
27. The federal law from March, 5th, 1999 №46 «About protection of the rights and legitimate interests on a securities market».
28. The federal law from February, 8th, 1998 №14 «About societies with limited liability».
29. The federal law from July, 29th, 1998 №135-ФЗ «About estimated activity in the Russian Federation».
30. The standards of an estimation approved by the governmental order of the Russian Federation from July, 6th, 2001 №519.
31. Vladimirova I.G. Merges and absorption of the companies // Management in Russia and abroad. – 1999. – №1.
32. Millions for «baby's dummy» // The Secret of firm. – 2005. – №4.
33. Merges and absorption. – 2004. – №9.
34. Merges and absorption. – 2004. – №1-2.
35. I. Checun. Financing of merges and absorption by release of bonds // Merges and absorption. – 2006. – №4.
36. A. Vasuhnova. Legal aspects of re-structuring of business // Merges and absorption. – 2006. – №4.
37. O. Osipenko. About prospects of reforming of legal institutes of corporate management in Russia // Merges and absorption. – 2004. – №12.
38. M. Pavlovsk. Problems of mutual relation of business and regional authorities // Merges and absorption. – 2004. – №11.
39. S. Lyapina. Merges and absorption – an attribute of the developed market economy // the Securities market. – 2004. – №1.
40. S. Bazoev. World business: the Epoch of merges of the companies // the Securities market. – 2003. – №4.
41. V. Michaelson, P. Salin. Problems of management of reputation of the company at realization of absorption // Merges and absorption. – 2003. – №1.
42. L.L. Nikitin. Strategy and tactics of protection from unfriendly absorption // Merges and absorption. – 2003. – №2.
43. M. Genske. Mechanisms of financing of merges and absorption // Merges and absorption. – 2003. – №9.
44. Merges and absorption. – 2006. – №1-2.
45. L. Tatarchenko. Management of postintegration processes // Merges and absorption. – 2005. – №1.
46. V. Chrapun, E. Doroshenko. Complexities of definition of cost of the companies at realization of merges and absorption in Russia // Merges and absorption. – 2005. – №3.
47. S. Charchenko. To estimate, to sell // Merges and absorption. – 2005. – №4.
48. M. Pavlovskij. Synergetic effect of merges // Merges and absorption. – 2005. – №1.
49. A. Molotnikov. Problem of normative regulation of transactions M&A in Russia // Merges and absorption. – 2005. – №2.
50. A. Molotnikov. Manipulation // Merges and absorption. – 2005. – №3.
51. A. Molotnikov. Prospects of development of the Russian market of merges and absorption // Merges and absorption. – 2005. – №1.
52. Sheets. – 2006. – №15.
53. A. Molotnikov. Role of constituent and internal documents of the companies // Merges and absorption. – 2005. – №4.
54. R. Leonov, S. Pavlovskij, D. Leonov, P. Staruk. Hostile absorption in Russia // Merges and absorption. – 2005. – №1.
55. V. Tutirhin. That does the enterprise by a target // Merges and absorption. – 2006. – №1-2.
56. www.mergers.ru.
57. www.ma-law.ru.