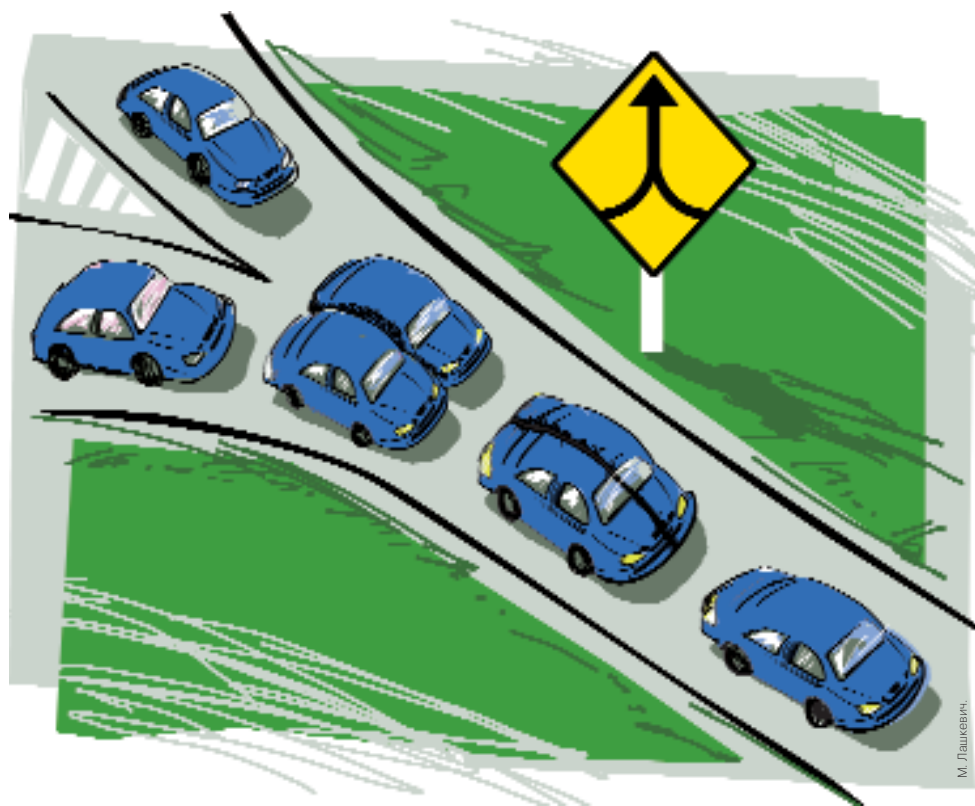


# СЛИЯНИЕ С МАКСИМАЛЬНЫМ ЭФФЕКТОМ

Отсутствие у большинства украинских компаний опыта осуществления сделок по слияниям и поглощениям повышает риски недостижения ожидаемых результатов. Существенно снизить их поможет выполнение ряда рекомендаций.

**П**ОВЫШЕНИЕ темпов роста экономики, умеренный уровень инфляции и увеличение доходов населения в 2006 г. способствовали сохранению интереса со стороны инвесторов к украинскому рынку. Как результат, в прошлом году имело место существенное увеличение объемов сделок по слияниям/поглощениям. Впрочем, инициаторами подобных сделок на местном рынке могут выступать не только иностранные инвесторы, но и отечественные компании. В отличие от западных компаний большинство из них (ввиду объективных причин) еще не имеют значительного опыта в осуществлении сделок по слияниям и поглощениям. Соответственно риски относительно недостижения желаемых результатов достаточно высоки. Поэтому будущим местным «поглотителям» полезно ознакомиться с рекомендациями, соблюдение которых на практике поможет существенно снизить возможные риски и правильно оценить потенциальные синергетические выгоды от сделки.



## СОЗДАНИЕ И РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ СДЕЛОК

НА ДАННЫЙ момент рынок по слияниям/поглощениям в Украине находится на начальном этапе развития. Как результат – отсутствие детальной статистической базы по осуществленным сделкам и информации о компаниях, а также недостаточная развитость фондового рынка, который мог бы выступить своеобразным объективным индикатором успешности проведенных сделок. Все это затрудняет анализ эффективности

**свыше**  
\$ **3** млрд.  
составил суммарный объем сделок по слияниям/поглощениям в банковской сфере Украины в 2006 году

сделок с участием украинских предприятий. Вместе с тем следует отметить значительный прикладной интерес к вопросам создания и распределения стоимости при осуществлении сделок. Поэтому, полагаем, будет уместным сделать краткий обзор результатов исследований по данному вопросу, проведенных нашими западными коллегами.

Зачастую слияния и поглощения рассматриваются как некая однородная сово-

купность сделок, создающих стоимость просто как результат объединения двух компаний. Тем не менее основой сделок могут быть различные причины и, как следствие, различные механизмы создания стоимости. В частности, профессор Джозеф Боулер выделяет пять основных причин, являющихся основой поглощений (Joseph Bowler, Not all M&As are alike – and that matters, Harvard Business Review, March 2001):

- консолидация компаний с избыточными производственными мощностями в отраслях, достигших уровня насыщения;

- поглощение конкурентов при наличии значительной географической фрагментированности;
- получение доступа к новым рынкам или приобретение новых продуктов;
- альтернатива собственным проектам по исследованиям и разработке;
- создание новой отрасли при размывании границ между смежными отраслями (например в результате научно-технического прогресса).

Четкое понимание причин, лежащих в основе той или иной сделки, а также разработка и выполнение соответствующих мероприятий существенно влияют на то, приведет ли данная сделка в конечном итоге к созданию или разрушению стоимости. Например, при консолидации компаний с избыточными производственными мощностями создание стоимости происходит за счет устранения избыточных мощностей и дублирования путем оперативной реструктуризации обеих компаний (закрытие ряда предприятий, возможная перегруппировка производственных процессов, изменение управленческих, бытовых, маркетинговых функций и т. д.) и, как следствие, создания более эффективного бизнеса.

Следует подчеркнуть, что именно данный тип слияний/поглощений наиболее распространен в развитых странах, значительное количество отраслей которых уже достигло насыщения на внутренних рынках. Очевидно, что растущие экономики, в том числе и украинская, еще не достигли уровня насыщения. Соответственно основой многих сделок по слияниям/поглощениям выступают другие факторы.

Не менее важным вопросом является и то, как именно происходит перераспределение созданной стоимости между участниками сделки. Значительные премии, которые исторически имели место в сделках по слияниям/поглощениям, однозначно свидетельствуют о существенном увеличении благосостояния собственников объектов поглощения при проведении сделки. Например, по данным Business Valuation Resources LLC, средняя премия, заплаченная сверх рыночной стоимости объекта поглощения, в 1980-2002 гг. колебалась в пределах 35,1-59,2%.

Вместе с тем многочисленные исследования в данной области свидетельствуют о том, что, как бы это парадоксально ни звучало, во многих случаях компания-покупатель теряет в стоимости при поглощении других компаний. В частности, исследование 117 сделок, проведенное компанией Booz Allen-Hamilton, показало, что более чем в 50% случаев компания-покупатель имели худшие результаты доходности по сравнению со своими конкурентами, не участвовавшими в сделках. Среди наиболее часто встречающихся причин неудач можно выделить следующие:

- переоценка ожидаемых синергетических эффектов, что зачастую ведет к неоправданно высокой цене сделки;
- недооценка сложности интеграционных процессов по объединению бизнесов, в результате чего эффект от синергии возникает не сразу и/или не в полном объеме;
- недостаточно четкое понимание приобретаемого бизнеса и, как следствие, недооценка связанных с ним рисков;
- преобладание личных амбиций топ-менеджеров над результатами объективного анализа объекта слияния/поглощения при принятии решения относительно проведения сделки.

Перераспределение создаваемой в ходе поглощения стоимости в пользу продавца при минимальном (или даже отрицательном) эффекте для покупателя имеет настолько широкое распространение, что во многих случаях объявление компании о предполагаемом поглощении зачастую приводит к снижению котировок ее акций.

## ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК

СООТВЕТСТВИЕ объекта слияния/поглощения разработанной корпоративной стратегии, а также заблаговременное пла-

нирование и планомерное выполнение интеграционного плана имеют большое значение для достижения конечного результата. Не менее важными этапами являются проведение комплексного due diligence и оценки объекта слияния/поглощения. Подобная процедура – обязательный этап при осуществлении сделки западными компаниями. Украинские фирмы на данный момент пока еще очень редко пользуются услугами консультантов для подобных целей, в том числе и в связи с тем, что не до конца понимают суть этой процедуры и роли консультантов при ее выполнении.

Процедура due diligence подразумевает проведение комплексного и всестороннего анализа объекта поглощения, главной целью которого является предоставление компании-покупателю наиболее полной и правдивой информации о деятельности объекта поглощения. Неправильным было бы относиться к due diligence как к некой стандартизированной процедуре. Скорее ее исполнение зависит от текущих потребностей компании-покупателя и от особенностей объекта слияния/поглощения. Так недавно, PricewaterhouseCoopers одновременно выполнял проекты по due diligence для двух разных клиентов: в одном случае по запросу

## Количество сделок по слияниям и поглощениям в Украине будет расти

В течение 2006 г. наиболее активной в Украине относительно кампаний по слияниям/поглощениям была банковская сфера с суммарным объемом сделок свыше \$3 млрд. Объем сделок только в этой стране превысил общий объем сделок по итогам 2005 г., который, по оценке PricewaterhouseCoopers, составлял не менее \$2,3 млрд. («Обзор слияний и поглощений в Центральной и Восточной Европе/СНГ в 2005 году», PricewaterhouseCoopers, 2005 г.). Основная активность в данной отрасли была связана со стремлением иностранных банков получить доступ или расширить свое присутствие на украинском рынке. В частности, крупнейшими сделками являлось приобретение «Укрсоцбанка» итальянским банком Banca Intesa, «Райффайзенбанка Украина» венгерским OTP Bank и 51%-й долей «УкрСиббанка» французским BNP Paribas.

На наш взгляд, осуществленные в 2006 г. сделки ни в коей мере не исчерпали лимит сделок по слияниям/поглощениям в банковской сфере. В отрасли сохраняется значительный уровень фрагментации, и в 2007 г. ожидается продолжение этой тенденции. Причем велика вероятность не только приобретения украинских банков иностранными, которые стремятся получить доступ на перспективный украинский рынок, но также и сделок между местными банками. Последние будут обусловлены как необходимостью укрупнения и оптимизации операций для сохранения конкурентоспособности с лидерами рынка, так и стремлением повысить привлекательность банков в глазах стратегических инвесторов для дальнейшей их продажи.

Существенная активность сохранялась в телекоммуникационной, металлургической и пищевой отраслях. Хотя объем сделок в данных отраслях существенно уступал наиболее значительным сделкам в банковском секторе, их количество продолжает расти. Следует также отметить существенно возросший интерес инвесторов к сектору розничных продаж, частично усиленный консалтинговой компанией AT Kearney, согласно исследованию которой Украина занимает третье место в мире по привлекательности своего сектора розничных продаж (The 2005 Global Retail Development Index, AT Kearney, 2005). Среди основных факторов, определивших такое высокое место в рейтинге, компания выделила стабильность экономики, близость к Европейскому Союзу и слабый уровень конкуренции.

Характеризуя текущее состояние рынка слияний/поглощений в Украине, следует отметить, что во многих отраслях сохраняется низкий уровень концентрации. Этот факт при стабильной макроэкономической и политической ситуации будет неизбежно вести к росту числа сделок.

клиента был проведен только анализ финансовой деятельности объекта поглощения; во втором – due diligence покрывал финансовые, налоговые, юридические, экологические вопросы, а также вопросы кадровой политики и информационных систем.

Важность проведения due diligence обуславливается тем, что компания-покупатель получает гораздо лучшее представление об объекте поглощения, основанное на независимом, объективном и профессиональном видении финансового консультанта. А решение относительно продолжения процесса поглощения базируется на более полных данных. Например, одна из западных компаний

планировала выйти на рынок Украины путем поглощения местной компании, но по результатам проведения due diligence пришла к выводу, что потенциальный объект не совсем вписывается в ее стратегию развития. В результате компания-покупатель отменила сделку, которая потенциально могла привести к значительным финансовым потерям. Более того, в случае принятия по итогам due diligence решения продолжать процесс поглощения его результаты могут с успехом использоваться на следующем этапе – при переговорах с собственниками объекта поглощения. В случае выявления существенных рисков, присущих объекту поглощения, компания-покупатель имеет возможность аргументированно требовать снижения стоимости сделки либо включения в условия сделки определенных гарантийных обязательств.

Еще одним элементом процесса слияния/поглощения является определение стоимости объекта. Бесспорно, необходимость проведения данной процедуры очевидна, ведь покупка другого бизнеса должна рассматриваться как своего рода инвестиционный проект, и только оправданная цена за объект поглощения приведет к увеличению стоимости компании-покупателя. В конце концов, покупка другой компании не является единственной возможностью роста: альтернативами могут быть органический рост, заключение альянса, создание совместного предприятия и др.

Несмотря на простоту концепции стоимости, зачастую приходится сталкиваться

с не совсем полным ее пониманием. Прежде всего следует отметить, что существуют различные виды стоимости, например,

## Более реалистичную оценку всего синергетического эффекта от слияния/поглощения обеспечит учет не только размера синергий, но и вероятности их получения

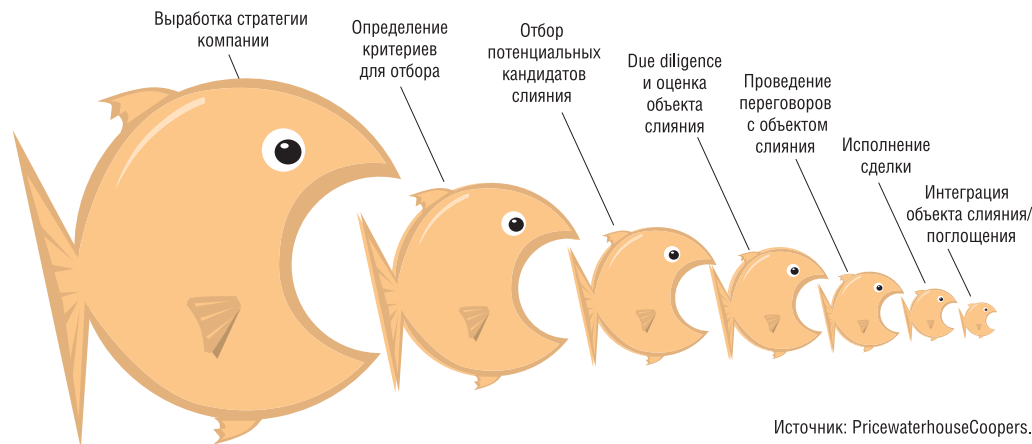
рыночная, инвестиционная, стоимость в использовании. Осуществление сделок по слияниям/поглощениям, как правило, начинают с определения рыночной стоимости. Согласно Международным стандартам оценки, под рыночной стоимостью понимают расчетную денежную сумму, за которую состоялся бы обмен имуществом на момент оценки между заинтересованными покупателем и продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы (будучи хорошо осведомленной) расчетливо и без принуждения. Рыночная стоимость представляет собой некую базу, от которой стороны сделки отталкиваются при проведении переговоров. Действительно, с точки зрения продавца в большинстве случаев нелогично продавать

к слишком высокой цене сделки и в результате к снижению стоимости компании-покупателя. Для получения более реалистичной оценки синергетического эффекта рекомендуется учитывать не только величину синергии, но и вероятность ее получения. Так, согласно одной из классификаций (Geoffrey Cullinan, Jean-Marc le Roux, and Rolf-Magnus Weddigen, When to walk away from the deal, Harvard Business Review, April 2004), выделяют следующие источники получения синергетических выгод, расставленные в порядке уменьшения вероятности их извлечения:

- устранение дублирующих функций (например объединение юридических отделов двух компаний);
- сокращение общих операционных издержек (например расходы на дистрибуцию, продажи или накладные региональные затраты);
- реорганизация офисов или филиалов;
- продажа существующих продуктов по новым каналам сбыта;
- новые продукты, продаваемые по новым каналам сбыта.

При расчете максимальной цены, которую компания-покупатель готова заплатить за объект поглощения, не рекомендуется рассчитывать на извлечение всех вышеперечисленных синергетических выгод в полном объеме.

## Основные этапы осуществления сделки по слиянию/поглощению



Источник: PricewaterhouseCoopers.

бизнес за цену ниже рыночной. Вместе с тем компания-покупатель рассчитывает на получение в результате осуществления сделки определенного синергетического эффекта и, как правило, готова заплатить цену, превосходящую рыночную стоимость объекта поглощения.

### УЧИТЫВАЙТЕ ВЕРОЯТНОСТЬ ПОЛУЧЕНИЯ СИНЕРГИИ

КАК УПОМИНАЛОСЬ ранее, во многих случаях оценка стоимости синергетического эффекта является завышенной, что приводит

Игнорирование данного принципа зачастую приводит к неоправданно высокой цене сделки.

При расчете синергетических выгод также важно не забыть о существовании отрицательных моментов:

- расходы, связанные с достижением данных выгод;
- отрицательный синергетический эффект (например сделки иногда могут приводить к оттоку квалифицированных кадров или клиентов).

**ГЕННАДИЙ ГРЕБЛЕВ**, МЕНЕДЖЕР ОТДЕЛА СОПРОВОЖДЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ ФИРМЫ PRICEWATERHOUSECOOPERS В УКРАИНЕ