

Федеральное государственное образовательное учреждение  
высшего профессионального образования

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ  
ФЕДЕРАЦИИ

Факультет кредита  
Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга

Допустить к защите  
Зав. кафедрой \_\_\_\_\_  
«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 200\_\_ г.

Выпускная квалификационная (дипломная) работа  
на тему:  
«Повышение эффективности структурирования сделок слияний и  
поглощений: теория и российская практика».

Студент  
\_\_\_\_\_ Гашков А.М.  
(фамилия и инициалы)

Научный руководитель  
\_\_\_\_\_ к.э.н.  
(ученое звание)  
\_\_\_\_\_ Андрианова Л.Н.  
(фамилия и инициалы)

Москва-2007г.

## Содержание

Введение.....	3
1. Теоретические аспекты слияний и поглощений.....	7
1.1. Понятие, классификация и мотивы сделок слияний и поглощений.....	7
1.2. Оценка бизнеса при слияниях и поглощениях .....	15
1.3. Способы финансирования сделок.....	23
2. Российская практика слияний и поглощений.....	28
2.1. Анализ рынка корпоративного контроля в России .....	28
2.2. Уплата премий в сделках М&А и их влияние на ценообразование финансовых инструментов в России .....	39
2.3. Анализ отечественной практики структурирования сделок на примере слияния Пятерочки и Перекрестка .....	50
3. Построение схемы эффективного структурирования сделок .....	60
3.1. Интеграция М&А-сделок в корпоративную стратегию повышения стоимости бизнеса.....	60
3.2. Определение приемлемой цены приобретаемой компании .....	71
3.3. Построение оптимальной структуры источников финансирования .....	80
Заключение.....	90
Список использованной литературы .....	93
Приложение.....	96
Приложение 1.....	96
Приложение 2.....	103

## Введение

В настоящий момент российская экономика находится на стадии роста. В связи с этим стратегическими целями компаний становятся расширение их деятельности, выход на новые рынки и, как следствие, прирост стоимости бизнеса.

Для многих российских компаний и групп, получивших контроль над активами в ходе приватизации и последующего перераспределения собственности, вопрос выбора модели дальнейшего управления портфелем активов имеет особую остроту, поскольку от ответа на него будет во многом зависеть облик самих корпораций. Как известно, рост компании может быть достигнут различными способами, которые условно можно разделить на внешние и внутренние. Среди внешних способов особого внимания заслуживает тема слияний и поглощений. Анализируя сложившиеся тенденции как на международном, так и национальном рынках, можно утверждать о повышении интереса к использованию сделок по слиянию и поглощению в целях роста стоимости бизнеса.

Интерес к слияниям и поглощениям (*M&A – mergers and acquisitions*) в мире очень высок, а степень активности на данном рынке является важным индикатором состояния экономики. Как свидетельствует мировая практика, объем и количество таких сделок стремительно повышается при экономическом росте и имеет тенденцию к снижению при спадах и кризисах.

В результате формирования глобальных рынков наблюдается процесс консолидации многих отраслей. В этой ситуации общая конкурентоспособность страны определяется тем, насколько успешно и динамично экономические субъекты проникают на смежные рынки и насколько эффективно происходит консолидация отраслей внутри страны. Подобные тенденции оказывают влияние и на российские предприятия. Так, в последние несколько лет мы наблюдаем достаточно серьезный рост объемов российского рынка слияний и поглощений. Ежегодное количество завершаемых сделок за период с 2002 года выросло более чем в 2 раза при росте суммарного объема рынка в 5 раз<sup>1</sup>, что позволяет говорить о том, что прошел этап выживания для отечественных предприятий и вектор развития направлен на формирование крупных промышленных холдингов.

За годы реформ российская практика перераспределения собственности у многих создала ощущение, что поглощения — относительно простой, дешевый и чуть ли не единственный способ значительно увеличить бизнес. Однако опыт развитых экономик свидетельствует, что это далеко не так. Обращаясь к практике подобного рода сделок, стоит отметить, что далеко не все они способны принести экономические выгоды их

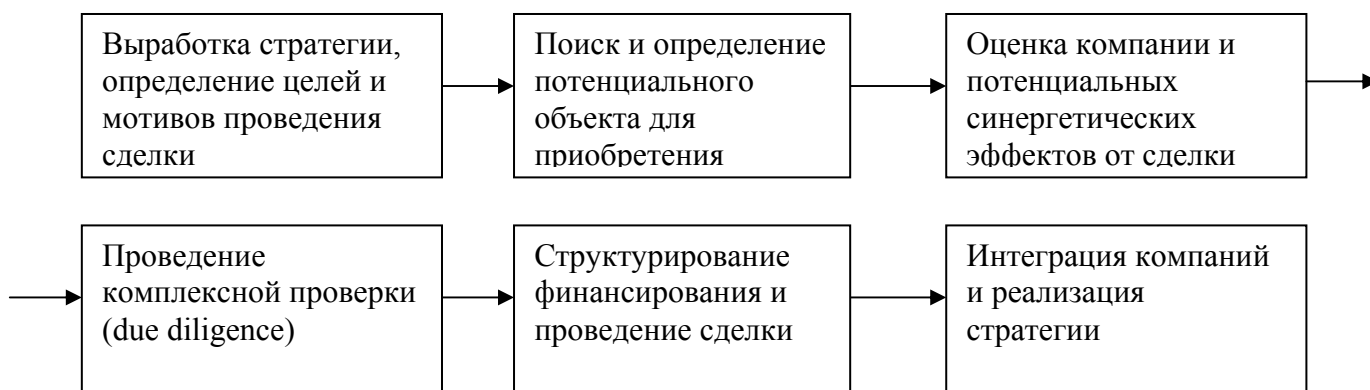
---

<sup>1</sup> См. Рис. 1 Приложения 1.

инициаторам. Более того, в большинстве сделок, если мерилom эффективности выбрать западную концепцию стоимости бизнеса, именно акционеры приобретаемой компании, получают наибольшие выгоды, в то время как покупатели, в случае нереализации их прогнозов, несут существенные потери. Компании, как правило, приобретаются с большой премией к их рыночной цене, так как за добровольный отказ от контроля собственники обычно требуют 30—40% надбавки к рыночной цене акций, а при попытке купить значительный пакет акций на открытом рынке их курс немедленно вырастает. В такой ситуации акционеры поглощающей компании могут считать сделку успешной, только если по ее результатам создается дополнительная стоимость, позволяющая покрыть премию, то есть повышается суммарная справедливая стоимость принадлежащих покупателям активов. Данный факт заставляет компании искать все новые, более эффективные способы структурирования сделок, которые бы позволяли создавать стоимость, а не разрушать ее.

В связи с этим **основной целью настоящей работы является анализ возможностей и выработка подходов для эффективного структурирования сделок слияний и поглощений с точки зрения покупателя бизнеса.**

Укрупненно схему осуществления сделки со стороны покупателя можно представить следующим образом:



**Рис. 1. Укрупненная схема реализации сделки по приобретению компании.**

Как мы видим, процесс слияния является достаточно сложным и состоит из нескольких крупных блоков, в связи с чем подробно рассмотреть их все в рамках одной дипломной работы не представляется возможным.

Как известно, для осуществления многих сделок (особенно крупных и международных), компании привлекают достаточно большое количество посредников, в т. ч. аудиторов, финансовых, налоговых и юридических консультантов. Инвестиционные банки в подобных сделках выступают в качестве финансовых советников и, выступая на

buy-side<sup>2</sup>, наиболее активно участвуют на этапах поиска и определения потенциальных целей, их оценке и структурировании финансирования и проведении сделки. Кроме того, банки обычно не начинают работу, пока у покупателя не будет выработана четкая стратегия и понимание основных целей, которые покупатель ставит перед собой, осуществляя сделку.

Соответственно, имея опыт работы в инвестиционных баках и корпоративных финансах, автор хотел бы остановиться именно на этих этапах. При этом нужно сразу отметить, что выбирая именно эти аспекты для детального рассмотрения, автор ни в коей мере не хотел бы снизить значение качественного due diligence и последующей интеграции для процесса создания стоимости по результатам сделки.

Для достижения поставленной цели планируется **решение ряда задач**, которые будут освещены в главах работы, а именно:

- Рассмотреть существующие классификации сделок на рынке корпоративного контроля и их основные мотивы;
- Определить возможности по созданию стоимости через сделки M&A путем их интеграции в единую стратегию развития компаний и наиболее разумные мотивы для проведения сделок;
- Рассмотреть российскую практику проведения M&A сделок, как в макроэкономическом разрезе, так и с точки зрения конкретных компаний;
- Проанализировать сложившуюся методологическую базу исследования и выработать пути ее улучшения в отношении оценки потенциальных синергий и способа определения оптимального размера уплачиваемой премии;
- Рассмотреть различные источники финансирования сделок и определить подходы к их эффективному финансовому структурированию.

Представленная работа состоит из введения, трех глав, заключения и приложений.

В первой главе рассматриваются основные теоретические аспекты сделок слияний и поглощений, их виды и мотивы, а также проводится анализ основных методик оценки, их применимости для использования в M&A сделках, а также наиболее распространенных в мировой практике способов их финансирования.

Вторая глава полностью посвящена рассмотрению отечественной практики. В частности, проводится анализ российского рынка сделок слияний и поглощений, особенности их влияния на фондовые инструменты; отдельно подробно рассмотрена сделка по слиянию компаний “Пятерочка” и “Перекресток”.

---

<sup>2</sup> Общепринятое понятие, обозначающее деятельность инвестиционного банка на стороне покупателя.

Наконец, в третьей главе, на основе проведенного анализа теории и российской практики осуществления М&А сделок, автор предлагает ряд решений, касающихся вопросов выработки стратегии, рационализации подходов к оценке компании и потенциальных синергетических выгод и определения оптимальной комбинации источников финансирования.

Методологической базой работы являются труды как ведущих теоретиков, так и практиков в области корпоративных финансов и слияний и поглощений. В частности, можно отметить работы таких авторов, как Асват Дамодаран, Патрик Гохан, Том Коупленд, Тим Колер и Марк Гоэрхард, Стэнли Рид, Фрэнк Эванс и Дэвид Бишоп. При этом, говоря об использованной литературе, хотелось бы отметить, что, несмотря на достаточно широкое освещение темы слияний и поглощений, особенностью абсолютного большинства научных работ является то, что они привязаны к американской практике проведения сделок и практически не затрагивают российских особенностей. Среди же российских авторов нужно выделить Ю. Ингнатишина и Б.Н. Рудыка. Что касается используемого в работе фактического материала, то основными его источниками были отчеты инвестиционных банков и ведущих консалтинговых фирм, таких как McKinsey, KPMG, Ernst&Young, информация, представленная на сайтах анализируемых компаний, в их отчетности и стратегических презентациях, а также глобальные информационные системы, такие как Bloomberg и Merger Market.

# 1. Теоретические аспекты слияний и поглощений

## 1.1. Понятие, классификация и мотивы сделок слияний и поглощений

Все сделки, связанные с корпоративным контролем (как в случае со структурой собственности, так и с портфелем бизнес-единиц) *в зависимости от характера происходящих изменений* можно разделить на три большие группы.

1. **Сделки корпоративной экспансии** – характеризуются расширением бизнеса, увеличением его масштабов.
2. **Сделки корпоративного сжатия** – связаны с сокращением масштабов деятельности бизнеса, что, впрочем, не должно ассоциироваться с уменьшением богатства его владельцев.
3. **Корпоративные преобразования** – размер и структура компании сохраняются, однако меняется структура собственности. Наиболее ярким примером таких сделок выступают LBO (*Leveraged Buy-Outs*) - выкуп долговым финансированием.

Две последние группы являются более сложными инструментами корпоративного управления, которые еще не нашли широкого распространения в российской практике, для которой более актуальным вопросом является консолидация активов. В связи с этим в настоящей работе подробно рассматривается именно первая группа сделок.

Слиянием в мировой практике принято называть объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование<sup>3</sup>. В результате слияния поглощающая компания становится владельцем активов и обязательств поглощенной компании. Часто подобные сделки получают название статутных слияний (*statutory merger*). Выделяют также подчиняющие слияния (*subsidiary merger*), при которых целевая компания становится дочерней или частью дочерней компании материнской фирмы. При обратном подчиняющем слиянии (*reverse subsidiary merger*) дочерняя компания приобретающей компании вливается в компанию-цель.

Термин поглощение (*takeover*) имеет более неопределенный характер. В одних источниках его используют для обозначения враждебных сделок, в других - он употребляется как синоним термину слияние, в третьих – используется как указание на превосходство покупателя над целью по размерам. Выделяют следующие формы поглощений:

- **дружественное поглощение** (*friendly takeover*) - покупатель делает тендерное предложение менеджменту компании-цели.

---

<sup>3</sup> Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-21с.

- **враждебное поглощение** (*hostile takeover*) - покупатель делает тендерное предложение непосредственно акционерам компании-цели без предварительного согласования действий с менеджментом компании- цели.

Таким образом, в международной практике граница между дружественным и враждебным поглощением определяется тем, кому адресовано предложение о покупке – менеджменту или же напрямую собственникам. В российской же практике термин “враждебное поглощение” получил ярко выраженный криминальный оттенок, который в первую очередь ассоциируется с рейдерством и переделом собственности. В связи с этим необходимо отметить, что практика рейдерства часто используется и на Западе, однако в этих странах классический рейдер представляется как уважаемый резидент Wall Street, использующий долговое финансирование и скупку акций на открытом рынке, в целях последующей реструктуризации и продажи компании по частям с использованием цивилизованных механизмов дивестирования, а не как отнимающий чужую собственность “криминальный элемент”, вооруженный ”административным ресурсом”.

Что касается подхода с точки зрения законодательства, то в российском праве под слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при которой происходит “возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних”<sup>4</sup>. Классическое же для мировой практики определение слияния как объединения нескольких компаний, в результате которого к одной из них переходят все права на активы и обязательства, российским законодательством трактуется как присоединение<sup>5</sup>.

Для целей же данной работы термины “слияние” и “поглощение” будут использоваться как синонимы и трактоваться согласно приведенному выше общепринятому в международной практике подходу.

Слияния и поглощения также классифицируются *по направлениям интеграционного процесса*<sup>6</sup>:

- горизонтальные.
- вертикальные;
- круговые;
- параллельные.

**При горизонтальной интеграции** происходит объединение участников одного сегмента отрасли, производящих сходный продукт и имеющих аналогичный

<sup>4</sup> Федеральный закон от 26 декабря 1995г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 29.12.2004 г.) ст.16.

<sup>5</sup> Там же, ст. 17.

<sup>6</sup> www.mergers.ru



производственный цикл. В случае отличия по какому-либо критерию продукта - интеграция является ассортиментной. Если продукт абсолютно аналогичен и участники сделки являются прямыми конкурентами, то имеет место объемная горизонтальная интеграция, характеризующаяся ростом доли на рынке в абсолютном и относительном значениях. Поэтому подобного рода слияния часто регулируются со стороны государства через систему антимонопольных мер.

В случае с **вертикальной интеграцией** участники процесса работают на разных этапах производственного цикла в рамках одной отрасли, то есть участники слияния являются звеньями одной цепочки создания конечного продукта. В данном случае возможен, как вариант с восходящей вертикальной интеграцией (интеграция с участником, относящимся к следующей стадии производственного цикла, например, приобретение дистрибьюторской сети), так и с нисходящей интеграцией (интеграция с участником, относящимся к предыдущей стадии производственного цикла, например, приобретение металлургическим заводом горно-обогатительного комбината).

**Параллельной интеграцией** являются сделки, затрагивающие родственных участников рынка (родовые слияния), то есть производителей зависимых друг от друга продуктов (например, приобретение компанией, производящей компьютеры, производителя программного обеспечения).

**Круговая интеграция** предполагает объединение участников различных сегментов рынка, производственных цепочек. В случае слияния производителей неконкурирующих продуктов, принципы реализации и производства которых схожи, интеграция является ассортиментной, т. е. происходит интеграция участников разных сегментов общей укрупненной отрасли (например, нефтяные и газовые компании, в частности, так и не завершенное приобретение Роснефти, а теперь и Сибнефти Газпромом). Другим подвидом круговой интеграции является *диверсифицируемая интеграция*, которая основывается на желании субъектов рынка инвестировать свободные средства в несвязанные отрасли с целью нивелирования отраслевых рисков. В зарубежной практике подобного рода сделки принято называть *конгломератными слияниями*. При этом стоит особенно отметить, что по данным исследований различных видов слияний, проведенных российским экспертом по слияниям и поглощениям Игнатишиным Ю., если на рынке в какой-то момент времени преобладают процессы диверсифицируемой круговой интеграции, то через некоторое время они будут сменяться горизонтальными и вертикальными формами уже в рамках достигнутых организационных форм<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> По материалам с сайта [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru)

Другим важным признаком классификации рассматриваемых сделок является **национальная принадлежность интеграции:**

- **внутренняя** – слияние исключительно между российскими участниками;
- **экспортная** – приобретение прав контроля иностранным участником над российской компанией;
- **импортная** – приобретение прав контроля российским участником сделки над иностранной компанией (например, приобретение Gold Fields Limited “Норильским никелем”);
- **совместная** – интеграция участников, работающих и имеющих активы в разных странах. Примером здесь может являться находящееся в процессе слияние Русал-Суал-Glencore.

Завершая рассмотрение классификации, отметим, что правильное определение типа предстоящей сделки является одним из ключевых моментов для ее дальнейшего успешного структурирования и повышения эффективности, а потому на данный вопрос следует обращать особое внимание.

Еще одним основополагающим моментом при инициации сделок слияний и поглощений является определение мотива, иначе говоря - основной цели, которую хочет достичь покупатель при помощи сделки. Именно исходя из основных мотивов, определяются желаемые характеристики объекта поглощения, без чего невозможно правильно выбрать будущую компанию-цель, определить тактику проведения и структурирования сделки.

Основным мотивом любой хорошо продуманной сделки M&A является рост стоимости бизнеса, источниками которого могут быть приобретение недооцененного бизнеса, приобретение плохо управляемых компаний с целью их реорганизации и последующей продажи; однако наиболее важным является синергетический эффект.

Синергия относится к такому типу взаимодействий, когда два фактора вместе дают больший эффект, чем сумма двух независимых составляющих. В слияниях под термином синергия понимается способность объединенной компании быть более прибыльной, нежели в случае их независимого функционирования, а как результат этого новая компания должна стоить больше, чем стоили компании до слияния по отдельности.

В самом общем виде эффект синергии определяется следующим выражением:

$$\text{Синергия} = V_{AB} - [V_A + V_B] \quad (1)$$

Наглядное представление синергии дает модель профессора Кингстонского университета Робина Мэтьюза<sup>8</sup>. Согласно модели, синергия возникает за счет двух основных источников – субаддитивности и супераддитивности. Субаддитивность позволяет объединенной компании снизить совокупные затраты на капитал, устранить дублирующий персонал и т.д. при сохранении существующих объемов продаж. Супераддитивность характеризуется увеличением прибылей в результате объединения усилий компаний для реализации проектов, которые невозможно было реализовать по отдельности.

$$S_{\text{sum}} = S_{\text{super}} + S_{\text{sub}} \quad (2)$$

С другой стороны, синергию можно представить как сумму синергии, возникающей за счет повышение стоимости каждой из объединяемых компаний в составе интегрированной компании (синергия расширения), и синергии, возникающей за счет реализации проектов, невозможных для интегрирующихся компаний по отдельности (синергия связанности).

**Синергия расширения** включает в себя синергии, полученные в результате субаддитивности и супераддитивности. Подобная синергия является результатом того, что компании получают доступ к ресурсам друг друга. **Синергия связанности** включает в себя только синергию, возникающую за счет супераддитивности, и находит свое отражение в появлении нового уникального ресурса у объединенной компании.

Существование синергии при объединении компаний позволяет объяснить факт уплаты премий при сделках по слияниям и поглощениям. Обычно именно синергия позволяет обеспечить положительную стоимость поглощения (*net acquisition value, NAV*):

$$NAV = (V_{AB} - [V_A + V_B]) - (P + E), \quad (3)$$

где  $V_{AB}$  – стоимость объединенной компании;  
 $V_A, V_B$  – рыночная стоимость компаний А и В соответственно;  
 $P$  – премия, выплаченная за покупку компании В;  
 $E$  – издержки процесса поглощения.

Таким образом, эффект синергии ( $V_{AB} - [V_A + V_B]$ ) позволяет окупить сделку по слиянию и поглощению. Особенность синергии состоит в том, что это эффект объединения сверх ожидаемого рынком и вероятность его достижения не всегда известна. По этой причине, чем выше уплаченная премия, тем ниже потенциальные выгоды покупателя. Покупатель должен всегда помнить, что, передавая первоначальные

<sup>8</sup> R. Matthews. Mergers, Complexity and Games: SEAG Annual Conference. Kingston University Business School, 2000.

<sup>9</sup> Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – с. 153

синергетические выгоды продавцу в виде премии, он остается с задачей достижения синергетических эффектов, что нередко бывает достаточно сложно сделать.

Однако достижение синергетического эффекта не всегда является единственным мотивом проведения слияний. Так, компании, участвующие в М&А, достаточно редко формулируют свою цель как просто “получение синергетических выгод”, а выбирают более конкретную мотивацию. Большинство компаний руководствуется разными мотивами, часто несколькими. При этом далеко не все решения имеют под собой достаточные экономические обоснования. Так, некоторые мотивы слияний и поглощений кажутся на первый взгляд достаточно аргументированными, однако на практике редко приводят к появлению дополнительной стоимости. В связи с этим все мотивы можно условно разделить на две большие группы: разумные и сомнительные мотивы.

**К основным разумным мотивам можно отнести:**

1. *Экономия за счет масштабов деятельности.* Данную цель в основном преследуют горизонтальные и конгломератные слияния. Экономия достигается в случаях, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере увеличения объема производства продукции. Мотивация, основанная на экономии за счет масштабов, является типичной при стремлении к синергии.

2. *Экономия за счет вертикальной интеграции.* Поглощающая компания приобретает контроль над источником сырьевых ресурсов, поставками или распространением готовой продукции. В данном случае экономия денежных средств достигается за счет снижения транзакционных издержек, а также дополнительный эффект получают от повышения доступности рынков сырья и сбыта.

При этом нередко покупатели ошибочно пытаются получить синергетический эффект от использования трансфертного ценообразования. Так, например, при приобретении ГОКа металлургическая компания может снизить до минимума прибыльность производства руды путем снижения цен на нее. Это, в свою очередь, приведет к росту рентабельности металлургического производства за счет снижения издержек, что улучшит показатели деятельности фирмы и увеличит стоимость бизнеса. Однако не стоит забывать, что после поглощения в инвестиционном портфеле владельцев будет находиться не только металлургическая компания, но и ГОК, стоимость которого после подобных манипуляций с ценообразованием неизбежно упадет, что практически полностью нивелирует рост основной компании, в результате чего едва ли можно будет надеяться на рост стоимости рассматриваемого инвестиционного портфеля.

Основная же выгода при сделках подобного рода, по нашему мнению, может быть получена именно за счет повышения стабильности и надежности каналов поставки сырья,

что сделает компанию менее восприимчивой к конъюнктурным колебаниям на сырьевых рынках. Здесь также стоит отметить, что зависимость источника снабжения в данном случае будет проявляться не только в самом факте поставки, но и в ее качестве и своевременности, что может способствовать снижению нормы запаса и минимизации отвлечения оборотного капитала на данные цели, увеличивая денежный поток, а вместе с ним и стоимость бизнеса.

Таким образом, положительный эффект от вертикальной интеграции проявляется главным образом, в возможности заеджировать свои ценовые риски и риски сбоя в поставках.

3. **Комбинирование взаимодополняющих ресурсов.** В результате интеграции компания приобретает недостающие им ресурсы и активы дешевле, чем эти ресурсы или активы могли бы обойтись при самостоятельном их создании каждой компанией.

4. **Налоговые щиты.** В данном случае речь идет о так называемой “торговле убытками”. Так поглощаемая компания может обладать существенными налоговыми льготами, которые использует не в полном объеме и которые могли бы быть использованы объединенной компанией для уменьшения налогооблагаемой прибыли.

5. **Возможность использования избыточных ресурсов.** Приобретение активов, позволяющих полнее загрузить имеющиеся мощности, что ведет к повышению экономической эффективности поглощающей компании.

6. **Повышение качества и эффективности управления.** Выгоды от поглощения менее эффективных и хуже управляемых компаний заключается в повышении их прибыльности за счет распространения на них более совершенных технологий управления и более профессионального менеджмента. Здесь речь идет уже не о синергии при слиянии, а о стоимости контроля, которая возникает в случае, когда приобретаемая компания на текущий момент управляется неоптимально, вследствие чего его стоимость ниже потенциально возможной при оптимизации управления.

#### **К основным сомнительным мотивам слияний и поглощений относятся:**

1. **Диверсификация бизнеса.** Интеграция проводится в попытке стабилизировать поток денежных средств и снизить риски объединенной компании. Однако, если снова обратиться к подходу, основанному на анализе инвестиционного портфеля собственников бизнеса, то можно отметить, что в случае диверсификации бизнеса инвесторам фактически навязывается диверсификация их рисков в заранее определенной пропорции. В то же время у собственников может быть свое мнение относительно наиболее эффективной портфельной стратегии, более того, приобретаемый актив может внести

дисбаланс в рисковую структуру портфеля собственников, что может привести к продаже их долей.

Вместе с тем, если мы сравним возможности диверсификации, то обнаружим, что индивидуальному инвестору в случае необходимости гораздо проще эффективно диверсифицировать свой портфель, нежели большой компании. В связи с этим мы полагаем, что, используя стратегию диверсификации, менеджмент компании оказывает своего рода “медвежью услугу” ее собственникам, в особенности миноритарным, что может привести к большому количеству продаж долей в рассматриваемой фирме, в результате чего может сильно пострадать ее рыночная капитализация.

Впрочем, диверсификация может иметь смысл, если менеджмент одновременно является и собственником, при этом компания является их основным активом.

2. **Снижение затрат на финансирование.** Поглощаемая компания нередко выигрывает от снижения издержек на заемный капитал за счет того, что размер объединенной компании может выглядеть как гарант стабильности, что позволяет получить более высокий кредитный рейтинг. В тоже время, если снова обратиться к экономическому анализу, то мы увидим, что коэффициенты финансового рычага, финансовой устойчивости и зависимости образовавшейся в результате слияния компании, которые и лежат в основе анализа кредитоспособности, будут равны средневзвешенным по капитализации коэффициентам объединяющихся компаний. Таким образом, реальный справедливый уровень кредитоспособности не изменится, а потому компании едва ли стоит рассчитывать как на понижение процентных ставок, так и на уменьшение справедливой оценки стоимости привлечения собственного капитала.

3. **Устранение конкурентов** (мотив монополии). Объединенная и соответственно более крупная компания имеет большее влияние на рынке. Поглощаемая компания перестает быть ценовым конкурентом, при этом нередко компании-конкуренты приобретаются с целью их последующего закрытия. Здесь надо иметь ввиду, что противодействующей силой при получении подобных выгод является система антимонопольного законодательства и соответствующих регулирующих органов.

4. Специфические мотивы инициации поглощений, такие как **сведение личных счетов или удовлетворение амбиций владельцев и директоров компаний**. Очевидно, что, за редким исключением, экономические последствия таких слияний оказываются плачевными и нередко приводят к краху даже успешных компаний.

Завершая рассмотрение основных мотивов сделок M&A, отметим, что для их эффективного структурирования необходимо уже на начальном этапе следить за тем, чтобы сделки **руководствовались исключительно разумными мотивами**.

## 1.2. Оценка бизнеса при слияниях и поглощениях

В первую очередь, говоря об оценке любого актива, не обходимо определиться с тем, какую именно стоимость мы будем определять. Так, российскими стандартами оценки определены следующие виды стоимости<sup>10</sup>:

- *Рыночная стоимость объекта оценки* - наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства;
- *Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком* - стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров;
- *Стоимость замещения объекта оценки* - сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки;
- *Стоимость воспроизводства объекта оценки* - сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки;
- *Стоимость объекта оценки при существующем использовании* - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и цели его использования;
- *Инвестиционная стоимость объекта оценки* - стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях;
- *Стоимость объекта оценки для целей налогообложения* - стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость);

---

<sup>10</sup> "Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности", утвержденные Постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 №519

- *Ликвидационная стоимость объекта оценки* - стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов;
- *Утилизационная стоимость объекта оценки* - стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки;
- *Специальная стоимость объекта оценки* - стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в настоящих стандартах оценки.

При оценке активов наиболее часто используемым видом стоимости является *рыночная*. Данный вид стоимости характеризуется наличием открытого конкурентного рынка, полного объема информации и отсутствием чрезвычайных обстоятельств. Вместе с тем при М&А часто возникают ситуации с отсутствием конкуренции за продаваемый актив, а в качестве чрезвычайных обстоятельств может выступать различная мотивация покупателей, особенности при образовании синергии и др. факторы, которые делают актив не одинаково привлекательным для различных потенциальных покупателей. Соответственно данный вид стоимости не может применяться для М&А.

Другие 2 вида стоимости, которые возможно использовать для целей М&А – стоимость воспроизводства и стоимость замещения – основываются на оценке бизнеса как совокупности принадлежащих ему активов, которые могут быть проданы по отдельности. В большинстве случаев эти виды стоимости также неприменимы для М&А; тем не менее, достаточно большая часть сделок совершается с использованием заемного финансирования, например, кредита синдиката банков, в связи с чем кредиторы интересуются возможностью реализации активов приобретаемого бизнеса в случае, если прогнозы покупателя не оправдаются. В данном случае указанные виды стоимости будут являться одними из основных.

Основным же видом стоимости, используемым для М&А, является *инвестиционная стоимость*. Так, в соответствии со стандартами оценки, данная стоимость будет различной для разных покупателей объекта. При М&А данные различия обуславливаются наличием синергии, которая для каждого конкретного покупателя будет своя. Соответственно наибольшая инвестиционная стоимость объекта оценки будет для того покупателя, который рассчитывает получить наибольшие синергетические выгоды.



При этом отметим, что инвестиционная стоимость, по сути являющаяся максимальной суммой, которую экономически оправдано заплатить за поглощаемую компанию, будет отличаться от рыночной стоимости на величину синергии, возникающей при слиянии, за вычетом затрат на интеграцию.

Таким образом, процедуру оценки для целей слияний можно представить в виде следующей схемы:

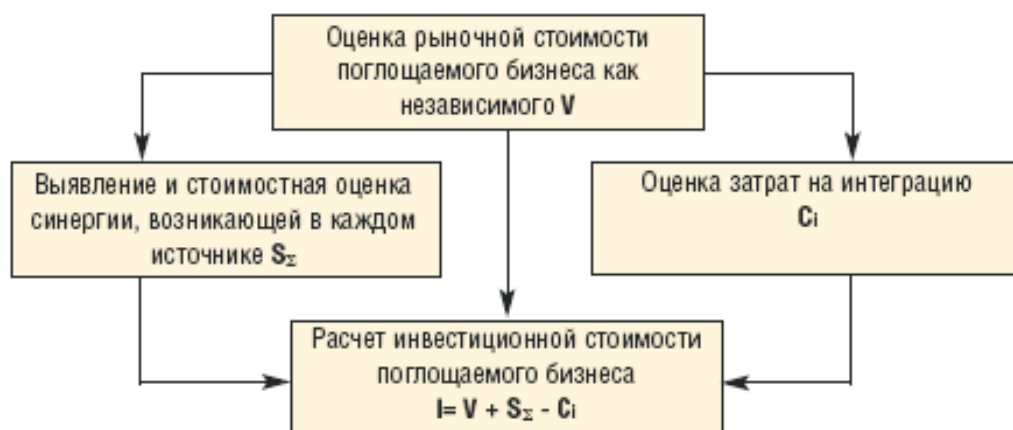


Рис. 1.1.1. Алгоритм оценки бизнеса для целей слияний и поглощений<sup>11</sup>.

Теперь обратимся непосредственно к оценке бизнеса. Как известно, вне зависимости от целей оценки и ее объекта существуют три подхода к оценке стоимости бизнеса: доходный, сравнительный и затратный<sup>12</sup>.

**Доходный подход**, по мнению аналитиков и оценщиков, является наиболее объективным и информативным в определении стоимости бизнеса при слияниях и поглощениях. Дело в том, что большинство компаний, являющихся активными участниками рынка корпоративного контроля, предпочитают рассматривать процесс оценки компании-цели как случай задачи бюджетирования. Остановимся более подробно на некоторых элементах доходного подхода.

Начнем с выбора денежных потоков, которые будем дисконтировать. Биржевые аналитики для определения справедливой стоимости акций и компаний в целом часто используют модель Гордона, которая основывается на дисконтировании получаемых дивидендов. Однако для целей слияний и поглощений данная модель является абсолютно неприменимой. Дело в том, что, приобретая компанию, мы получаем полный контроль за принимаемыми управленческими решениями и теоретически можем установить

<sup>11</sup> Козодаев М. Слияния и поглощения: алгоритм успеха.// Экономические стратегии - 2004.- №3. - с.90.

<sup>12</sup> Сразу оговоримся, что сама по себе комплексная оценка поглощаемой компании в реальной сделке при помощи всех трех подходов в принципе может являться темой отдельной работы, и, как правило, выполняется дипломированными оценщиками, часто имеющими доступ и к внутренним документам компании (особенно если речь идет о дружественном слиянии). В данной же работе мы лишь рассмотрим особенности и применимость данных методов именно для целей слияний и поглощений

практически любой размер дивидендов и менять их по собственному желанию. Более же логичным является дисконтирование чистого (свободного) денежного потока фирмы, получаемого на основании операционной прибыли, скорректированной на ряд показателей. Его можно рассчитать следующим способом:

$$\text{FFCF} = \text{EBIT} (1 - \text{Tax}) + \text{Dep} - \text{NWC} - \text{CapEx}, \quad (4)$$

где FFCF – свободный денежный поток для фирмы

EBIT – прибыль до уплаты процентов налогов

Tax – действующая ставка по налогу на прибыль, %

Dep - амортизация

NWC и CE – дополнительные инвестиции в оборотный и основной капитал,  
необходимые для поддержания денежного потока.

Данные модели составляются отдельно для каждого года, а затем дисконтируются. При этом FCF для первого года вычисляется на базе последней финансовой отчетности, а для последующих лет используются прогнозные данные о темпах роста. По мнению автора, именно в их прогнозировании заключается наиболее слабое место доходного подхода. Так, при простой оценке бизнеса для оценки темпов роста используются ретроспективные данные за прошлые годы, на основании которых с той или иной степенью точности возможно делать прогнозы на будущее. Однако при слияниях появляется такой фактор, как синергия, влияние которого также должно быть отражено в прогнозах денежных потоков и темпах их роста. Вместе с тем при оценке синергии достаточно точно могут быть спрогнозированы лишь источники синергии, но не их реальная отдача в денежном выражении.

Что же касается ставки дисконтирования для модели DCF, которая наиболее часто определяется, исходя из WACC, то здесь также возникают некоторые трудности. После слияния она будет находиться как средневзвешенная цена капитала, данные о структуре которого уже будут консолидированы. Казалось бы, компания увеличивается в размерах, а вместе с тем растет и ее надежность в качестве заемщика и эмитента, что в свою очередь приведет к уменьшению требуемой нормы доходности. Однако при поглощении компании приобретаются не только потенциально свободные денежные потоки, но и ее обязательства, что негативно влияет на цену капитала, увеличивая ее за счет увеличения одного из показателей кредитного риска - финансового рычага. Вместе с тем, как мы увидим в следующих главах, для поглощения достаточно часто используется заемный капитал, что также будет являться финансовым бременем для объединенной компании.

Если же рассматривать влияние синергетического эффекта, то в отношении ставки дисконтирования он мог бы повлиять на требуемую норму доходности по акциям, уменьшая ее за счет снижения рисков компании через диверсификацию. Однако, как уже

было сказано выше, автор придерживается точки зрения о большей эффективности инвесторов, нежели предприятия при диверсификации портфеля, а потому едва ли можно ожидать существенного снижения данного показателя, тем более что диверсификация бизнеса и рисков свойственна преимущественно конгломератным слияниям.

**В рамках сравнительного подхода** применяются методы, позволяющие сопоставить оцениваемый объект с аналогичными объектами и на этой основе установить его стоимость. Сравнительный подход может и должен использоваться как для оценки рыночной, так и инвестиционной стоимости. Однако, если в большинстве случаев при использовании данного подхода выбираются непосредственно предприятия-аналоги, то для целей слияний и поглощений наиболее верным является анализ именно аналогичных сделок. Таким образом, процесс оценки, по мнению автора, логично проводить с разбивкой на следующие этапы:

1. Первоначальный отбор аналогичных сделок за последние 1,5-2 года по таким параметрам, как отрасль участвующих в сделках компаний, их размер.

2. Рассмотрение сделок, в которых компании имели схожие показатели с участниками предполагаемой сделки, в т.ч. схожие по структуре балансы и другие формы бухгалтерской отчетности, схожее качество менеджмента и т. д. При этом отбираются только сделки, в которых оплата проводилась в форме, аналогичной планируемой сделке (при условии, что способ оплаты уже определен и не зависит от результатов оценки).

3. Среди отобранных сделок проводим анализ потенциальных выгод и эффективности сделок. При этом в дальнейшей оценке желательно использовать аналоги со схожей с планируемой сделкой структурой источников синергетических выгод.

4. Рассчитываем оценочные мультипликаторы и коэффициенты.

5. Даем первоначальную оценку интервалу инвестиционной стоимости объекта.

6. Для определения справедливой цены, согласно сравнительному методу, производим корректировку данных п. 5 с учетом специфики производимых сделок, в т. ч. учет премий за контроль, скидок/надбавок за ликвидность и других факторов.

В целом при выполнении указанных выше действий можно с достаточно высокой степенью точности определить инвестиционную стоимость сделки, которая к тому же будет учитывать не только непосредственно внутреннюю стоимость поглощаемой компании и возможные синергетические эффекты, но и конъюнктуру рынка, и его оценку эффективности аналогичных сделок. Таким образом, данный подход может быть достаточно эффективным, однако для этого необходимо выполнение нескольких условий:

а) должно существовать достаточное число компаний, сходных по своим характеристикам с поглощаемой фирмой;

б) для использования сравнительного подхода к сделкам слияний и поглощений недостаточно только большого числа фирм-аналогов, необходимо также хорошее развитие рынка корпоративного контроля в целом, с большим количеством сделок с различными параметрами для того, чтобы можно было составить достаточно репрезентативную выборку по слияниям-аналогам.

Последнее условие особенно ограничивает использование подхода в российских условиях. Так, если в США с его развитым рынком слияний и поглощений аналитик легко может подобрать достаточное количество сделок для сравнения, то в России из-за их небольшого, хотя и растущего количества, найти хотя бы 4-5 не то что аналогов, но хотя бы схожих по параметрам сделок, представляется весьма затруднительным.

в) наиболее часто используемыми мультипликаторами являются те, которые рассчитываются на основе данных фондового рынка, например, P/E и др. В тоже время в России очень часто происходят сделки по приобретению ЗАО или ООО. Большинство же ОАО из-за низкой торговой активности по их бумагам не имеют нормально оцененной рыночной стоимости или вообще не котируются ни на одной бирже.

Кроме этого, сравнительный подход, как таковой, не позволяет выявить и оценить все потенциальные источники синергии. Тем не менее, будучи нетрудоемким, сравнительный подход широко применяется при слияниях и поглощениях для первоначальной их оценки.

**Затратный подход** включает в себя совокупность методов оценки стоимости поглощаемой компании целиком или отдельных ее активов, являющихся объектом поглощения, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта поглощения за вычетом накопленного износа. Наиболее часто он применяется для анализа предприятий с высоким удельным весом основных фондов в стоимости бизнеса. Что же касается использования затратного подхода для целей слияний, то можно отметить, что он в целом информативен при оценке рыночной стоимости, но практически неприменим при оценке стоимости инвестиционной, поскольку не позволяет учесть синергетический эффект, который в большинстве случаев измеряется ростом прибыли, т. е. денежного потока, а не стоимости уже имеющихся реальных активов. В то же время такой подход может быть актуальным для случая LBO, когда необходимо оценить стоимость приобретаемых активов, которые могут служить в качестве обеспечения финансирования.

Также, исходя из личного опыта автора, отметим, что затратный подход может активно использоваться при реструктуризации капиталоемких предприятий, осуществляемой через M&A. Так, в частности, при реструктуризации PAO ЕЭС и

формировании ОГК и ТГК за счет присоединения электростанций, именно затратный подход был использован оценщиками в качестве основного. В то же время, при проведении IPO и продажи стратегическим инвесторам реорганизованных активов, инвесторов интересовала уже в первую очередь оценка по DCF.

В целом, можно отметить, что каждый из подходов имеет как свои плюсы, так и минусы. Поэтому **действенным методом является процесс взвешивания по значимости всех оценочных результатов**, полученных разными методами. Веса определяются эмпирически, причем в качестве экспертов выступают сами оценщики, которые при их определении зачастую руководствуются определенным нормативным актом<sup>13</sup>. При этом, исходя из практического опыта участия в сделках M&A, автор полагает, что именно стоимости, полученной при помощи доходного подхода должны присваиваться наибольшие веса.

Также, говоря об оценке для целей M&A, необходимо **рассмотреть вопрос о необходимых корректировках и премиях**.

Как известно, для расчета рыночной стоимости пакета акций компании в процессе оценки бизнеса при переходе от стоимости всего собственного капитала к стоимости конкретного портфеля используют поправки, которые позволяют учесть особенности бизнеса. Обычно аналитиками принимаются во внимание такие факторы, как размер оцениваемого пакета акций, ликвидность акций и степень контроля, свойственная оцениваемому пакету.

Что касается скидок на ликвидность, то они находятся в обратно пропорциональной зависимости от размера пакета. Так, представляется логичным, что владельцу гораздо проще реализовать небольшой пакет акций, скажем 2 %, портфельному инвестору, нежели пытаться найти за такой же срок стратегического инвестора на пакет размером 75%+1 акция. Однако, рассматривая сделки слияний и поглощений, мы исходим из того, что предприятия приобретаются не с целью их дальнейшей спекулятивной продажи (по крайней мере, не в течение ближайшего года), а с целью их полноценного включения в интеграционные процессы, иначе можно говорить о случае крупного, долгосрочного, но все же портфельного инвестирования. Ярким примером последнего являются августовские приобретения ОАО АФК «Система» крупных пакетов акций «Башнефти», «Башнефтеродукт», «Башкирэнерго» и др. предприятий ТЭКа Башкирии. При этом сами представители компании говорят, что сделка носит не стратегический, а спекулятивный характер: после реструктуризации и перехода компаний на единую акцию,

---

<sup>13</sup> Постановление Правительства РФ от 31.05.2002 №369 «Об утверждении правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственной или муниципального имущества».

они будут проданы другому, скорее всего стратегическому инвестору<sup>14</sup>. Поэтому для сделок такого рода скидки на ликвидность могут и должны иметь существенное влияние, хотя в целях стратегических слияний они практически незначимы, в связи с чем мы не будем их рассматривать более подробно.

На что бы действительно хотелось обратить внимание, так это на расчет премии за контроль, которая возникает из-за наличия дополнительных полномочий по управлению компанией. При этом более логично использовать именно термин “поправка за контроль”, который может являться обобщением понятий “премия за контроль” и “скидка на неконтрольный характер пакета”.

Существует несколько факторов, влияющих на уровень контроля, среди которых можно отметить:

- Определенные законами **права акционеров**, меняющиеся в зависимости от размера пакета акций, находящегося в их распоряжении.
- **Порядок голосования и принятия решений** в данной компании (например, кумулятивное голосование в отличие от некумулятивного позволяет миноритарным акционерам принять участие в управлении).
- **Эффект распределения собственности** - то есть, например, если акции распределены между огромным количеством акционеров, каждый из которых владеет очень маленьким пакетом, для установления фактического контроля за компанией может быть достаточно и 10%, примером чего могут быть многие американские корпорации.

На практике поправки за контроль определяются в основном статистически: на основе изучения и обобщения информации о реальных сделках с акциями компаний за определенный период, хотя существуют и другие подходы, такие как экспертный и нормативный. Основываясь на эмпирических данных, статистический подход является наиболее точным. Однако, по нашему мнению, полученные данные следует обязательно увязывать со структурой капитала и правами, реально приобретаемыми при покупке пакета акций.

---

<sup>14</sup>“Система” раскрыла карты. Корпорация рассказала, как увеличит капитализацию башкирских активов //Ведомости. - 10 октября 2005. – №189. – БЗ.

### 1.3. Способы финансирования сделок

Говоря о слияниях и поглощениях, трудно переоценить роль финансирования при проведении подобных сделок: наличие свободных денежных средств является исходным пунктом инициирования *M&A*-сделок.

Исходя из международной практики, можно выделить 2 критерия классификации способов финансирования:

1. В зависимости от формы оплаты сделки:
  - денежными средствами;
  - акциями покупателя.
2. В зависимости от источника средств:
  - с использованием собственных средств;
  - с использованием заемного капитала.

При этом при определении способа финансирования следует использовать комбинацию указанных выше признаков. Соответственно, возможны следующие варианты финансирования сделок:

- денежными средствами за счет собственных средств (например, за счет нераспределенной прибыли прошлых лет);
- собственными акциями покупателя;
- заемными денежными средствами.

Также, по мнению автора, можно выделить еще один способ оплаты, который не может быть напрямую отнесен ни к одной из указанных выше групп – финансирование за счет эмиссии акций, реализация которых происходит до начала активных *M&A* сделок сторонним инвесторам, а основной идеей подобных размещений является привлечение средств для активной *M&A*-экспансии.

Все указанные варианты финансирования сделок возможны и в России. Так, согласно ФЗ "Об Акционерных обществах"<sup>15</sup>, оплата акций может осуществляться деньгами, ценными бумагами, другими вещами или имущественными правами, либо иными правами, имеющими денежную оценку. Форма оплаты дополнительных акций определяется решением об их размещении. Устав общества при этом может содержать ограничения на виды имущества, которым могут быть оплачены акции общества. Кроме акций могут приобретаться эмиссионные ценные бумаги конвертируемые в акции.

Как было сказано выше, поглощение за счет собственных средств может происходить как при помощи свободных денежных средств, так и при помощи обмена

---

<sup>15</sup> Федеральный закон от 26 декабря 1995г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 29.12.2004 г.) ст.33, 34.

акциями или с использованием их комбинации. В принципе, если покупатель имеет достаточно собственных денежных средств, проведение сделки значительно упрощается. Однако такую роскошь могут позволить себе лишь крупнейшие корпорации, и то только в случае поглощения гораздо меньшей компании, чаще всего регионального масштаба. Кроме того, как свидетельствует статистика, в мире в 2005 году в среднем до 45% стоимости проведенных сделок приходилось на обмен акциями<sup>16</sup>, до 40% приходится на долговое финансирование и LBO, остальное – за счет собственных средств. Соответственно, именно на финансирование акциями мы и обратим внимание в первую очередь.

К наиболее распространенным способам оплаты сделки акциями приобретающей компанией относятся<sup>17</sup>:

- новая эмиссия акций;
- выкуп акций у своих акционеров;
- использование ранее выкупленных акций;
- использование недоразмещенных акций последнего выпуска.

Главным отличием сделок, финансируемых только акциями или только денежными средствами, является вопрос распределения риска реализации ожидаемой синергии. Покупатель выплачивает премию при покупке компании, которая является функцией будущей возможной синергии объединенных компаний. Однако покупателю не всегда удается полностью или даже частично реализовать синергию, вследствие чего он берет на себя риск, выплачивая премию продавцу.

В случае финансирования сделки собственными акциями покупателя происходит распределение риска синергии между покупателем и продавцом в пропорции, в которой они владеют объединенной компанией.

Особую роль при использовании финансирования за счет собственных акций имеет установление коэффициента конвертации, который представляет собой количество акций компании-покупателя, предлагаемых за каждую акцию компании-цели. Он определяется путем деления цены предложения за акцию на рыночную цену акции покупателя. На основании данного коэффициента может быть определено число акций, которое должно быть дополнительно эмитировано, для чего коэффициент конвертации следует умножить на общее количество акций компании-цели в обращении (число акций, которое планируется приобрести).

---

<sup>16</sup> На рынке M&A бум. // Ведомости. – 7 ноября 2005. – №208. – Б6.

<sup>17</sup> Генске М. Механизмы финансирования слияний и поглощений: международный опыт // Слияния и поглощения. - 2003. - №9. - с.90.



Наиболее известным случаем в российской практике слияния с помощью акций было так и не состоявшееся объединение Сибнефти и ЮКОСа, которое должно было быть профинансировано за счет 20% акций последнего. Также финансирование за счет акций использовалось и в сделке Пятерочка-Перекресток, которая будет подробно рассмотрена в параграфе 2.3.

Что касается платежа денежными средствами, то в данном случае могут использоваться два источника – собственные резервы компании и заемные средства. Как уже отмечалось, лишь немногие компании могут самостоятельно накопить достаточно собственных средств, даже если уже давно присматриваются к потенциальному объекту поглощения. Примером здесь может служить АФК “Система” и ее резервирование средств на покупку готовящегося к приватизации “Связьинвеста”<sup>18</sup>. Тем не менее, когда мы говорим о финансировании за счет денежных средств, обычно имеется в виду использование предварительно полученных заемных средств. Таким образом, речь идет уже не о собственных средствах, а о выкупе с долговым финансированием.

В случае несложной сделки обычно бывает достаточно одного кредитора, однако, крупные сделки требуют привлечения кредиторов нескольких классов. С увеличением объема финансирования происходит наложение различных видов долга; более подробная классификация видов долговых обязательств, наиболее часто используемых в мировой практике M&A приведена ниже:

**Таблица 1.3.1**

**Виды долговых обязательств используемых в мировой практике M&A.<sup>19</sup>**

<b>Уровень долгового обязательства</b>	<b>Обеспечение</b>	<b>Источник</b>
Старший возобновляемый долг	Первое право удержания оборотных средств, первое или второе право удержания основных средств или нематериальных активов	Коммерческие банки
Старший срочный долг	Первое право удержания основных средств, первое или второе право удержания оборотных средств или нематериальных активов	Коммерческие банки, страховые компании
Старший субординированный долг (промежуточный долг)	Обеспечение отсутствует или вторичное право удержания активов, являющихся обеспечением старшего долга	Инвестиционные банки (высокодоходные облигации)

<sup>18</sup> Союз бережливых: Фридман и Евтушенко готовы купить “Связьинвест” в складчину //Ведомости. – 26 февраля 2006 г. - №32. – с. А1.

<sup>19</sup> Donald DePamphilis. Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions.

Общемировой практикой является привлечение старшего кредитора на самом раннем этапе структурирования сделки, так как ссуда старшего кредитора обычно представляет самую большую и наиболее дешевую часть средств, привлекаемых для сделки. Как правило, старший долг состоит из срочного кредита и возобновляемого кредита. Срочный кредит используется для финансирования непосредственно приобретения, а возобновляемый кредит – для поддержания уровня оборотных средств.

Источником старшего кредита обычно выступает коммерческий банк, что налагает на данный вид финансирования определенные особенности и ограничения. Старший долг все чаще предоставляется в форме кредита до востребования, что позволяет банкам отзывать кредит в любое время, требовать направления всех доходов на погашение кредита, вводить большое количество защитных оговорок.

Обязательным пунктом кредитного договора выступает негативное обязательство – обязательство заемщика не передавать третьей стороне в залог активы, на которые банк может наложить взыскание. Это необходимо для того, чтобы не допустить возможность удержание активов младшими кредиторами при наличии старшего права удержания.

Другим источником старшего долга являются страховые компании. Финансирование предоставляется через частное размещение в виде обеспеченных или необеспеченных займов с фиксированной процентной ставкой сроком до 15 лет. Заем полностью или частично предоставляется в форме старшего долга, остаток является субординированным и ссужается под более высокий процент. Однако страховые компании работают в достаточно регулируемой сфере, поэтому для принятия решения о финансировании им требуется больше времени в сравнении с коммерческими банками.

Также немаловажную роль в финансировании сделки по слиянию или поглощению играют инвестиционные банки. В частности, инвестиционные банки готовы предоставить промежуточное финансирование сделки (обычно в форме бридж-кредита) в обмен на право последующего замещения данного финансирования выпуском высокодоходных облигаций.

Говоря же о российской практике, следует отметить ряд особенностей.

Прежде всего, относительно банковских кредитов. Согласно нормативно-правовым актам<sup>20</sup> Банка России кредиты, предоставленные юридическим лицам и использованные заемщиком на осуществление вложений в уставные капиталы других юридических лиц, могут быть отнесены не выше чем к 3-й категории качества. Данная норма вынуждает банки формировать достаточно крупный размер залога на возможные потери по ссудам, что в свою очередь значительно удорожает их. Поэтому многие российские компании,

---

<sup>20</sup> Положение Банка России от 10 февраля 2003 № 254-П “Резервы на возможные потери по ссудам”.

особенно крупные, предпочитают брать кредиты у зарубежных банков, которые обычно выдаются синдикатами кредиторов.

Примером может быть сделка по приобретению Газпромом компании Сибнефть. Кредит Газпрому предоставил синдикат международных банков, возглавляемый *ABN Amro* и *Dresdner Bank*, при этом речь идет о займе в 13 млрд. долл., частично рефинансировать который впоследствии Газпром планирует за счет выпуска еврооблигаций<sup>21</sup>.

Российские же банки в основном выдают такого рода кредиты через свои зарубежные дочерние банки, которые обычно действуют в оффшорных юрисдикциях. Так, например, крупнейшая в России сделка МВО (*management buy-out*) была профинансирована ВТБ через его дочку на Кипре.

В отношении же использования облигаций можно отметить, что бурный рост данного сегмента отечественного фондового рынка наблюдается лишь в последние три года, а потому указанный инструмент достаточно редко использовался в сделках *M&A*. Примером могут служить только займы ведущих операторов сотовой связи в 2002 году – сделанные компаниями МТС и “Вымпелком” и использованные для экспансии в регионы и страны СНГ, хотя и в данном случае речь идет не о выпуске внутрироссийских корпоративных облигаций, а о евробондах. **Однако бум на рынке корпоративных облигаций, развитие сегмента высокодоходных (мусорных) облигаций и высокая рублевая ликвидность позволяют прогнозировать рост использования данных инструментов при финансировании M&A-сделок.** Примером увеличивающегося интереса российских компаний к использованию данного инструмента могут быть программы облигационных заимствований таких компаний, как Сеть аптек 36.6 и Инмарко (лидер российского рынка мороженого), целью которых являлось привлечение средств для экспансии через *M&A*.

---

<sup>21</sup> Ведомости. – 28 сентября 2005. – №182. – А1.

## 2. Российская практика слияний и поглощений

### 2.1. Анализ рынка корпоративного контроля в России

В предыдущей главе нами были рассмотрены теоретические аспекты, позволяющие понять и проанализировать сделки слияний и поглощений. Здесь же мы перейдем непосредственно к российской практике осуществления подобных сделок и начнем с макроэкономического анализа рынка M&A.

Перед началом рассмотрения непосредственно фактологического материала по рынку, необходимо сделать одно существенное замечание: на рынке, несмотря на его поступательное развитие, все еще отсутствует должный уровень раскрытия информации<sup>22</sup>, что проявляется в отсутствии единой статистики по рынку, в результате чего оценки его объемов разнятся почти в 1,5-2 раза. В приложении<sup>23</sup> приведены данные по объему и количеству сделок, предоставляемых различными источниками<sup>24</sup>. Как можно видеть, итоговые источники разнятся достаточно серьезно – от 42 млрд. и 344 сделок, согласно статистике журнала “Слияния и поглощения” до 60 млрд. долл. и 1393 сделок, согласно данным сайта [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru).

Подобные отличия в статистике проистекают из разницы в используемой методологии и зависят от того, начиная от какого размера сделки, она включается в статистику; учитываются ли только завершенные или также и объявленные сделки; учитываются ли сделки между компаниями, юридически являющимися иностранными, но де-факто представляющими российские холдинговые структуры, и т.д.

Для целей данной работы нами, в основном будет использоваться статистика компании KPMG, которую автор, исходя из своих оценок и практического опыта, считает наиболее приближенной к действительности. Кроме того исследования данной компании носят более детализированный характер, а методика является наиболее понятной<sup>25</sup>.

Итак, вооружившись необходимой статистикой, перейдем непосредственно к анализу отечественного рынка M&A.

Начнем с позиционирования России на мировом рынке слияний и поглощений, который в 2006 году достиг уровня в 2,9-3,1 трлн. долл. Доля России при этом

---

<sup>22</sup> По оценкам KPMG, процент раскрытия информации об объявленных сделках в 2006 году составил 57%.

<sup>23</sup> См. Рис. 1-4 Приложения 1

<sup>24</sup> В частности представлена статистика компаний KPMG, Ernst&Young, журнала “Слияния и поглощения” и проекта [mergers.ru](http://mergers.ru)

<sup>25</sup> Справедливости ради отметим, что компанией Ernst&Young предоставляются очень похожие данные, однако уровень их детализации несколько уступает практике KPMG.

увеличилась с 1,8% в 2005 году до почти 2% в 2006 году<sup>26</sup>. На европейском рынке слияний и поглощений Россия укрепила свои позиции, увеличив долю в общем объеме рынка с 4,4% до 6,2%. Подобные результаты являются следствием макро- и микроэкономических условий в России, благоприятной ситуации на мировых рынках, активному развитию потребительского рынка и улучшению инвестиционного климата.

В 2006 году общая стоимость сделок по слиянию и поглощению, информация о которых была раскрыта компаниями, увеличилась на 57% по сравнению с 2005 годом и составила приблизительно 63,5 млрд. долл. (40,5 млрд. долл. в 2005 году). Количество сделок за этот период увеличилось с 505 до 817, т. е. выросло на 62%. Средняя стоимость сделки составила около 78 млн. долл. по сравнению с 80 млн. долл. в 2005 году.

На фоне активного развития рынка слияний и поглощений в 2006 году можно отметить рост внимания инвесторов не только к нефтегазовому сектору, но и в большей степени к металлургии и горнодобывающей отрасли и потребительским сегментам. Эти изменения привели к более равномерному распределению сделок M&A в стоимостном выражении между крупнейшими секторами экономики.

Объем рынка слияний и поглощений в 2006 году составил 6,5% ВВП по сравнению с 4,3% в 2005 году. Отметим, что для развитых рынков данный показатель составляет 6-7%, для развивающихся – 8-10%, что свидетельствует о значительном потенциале рынка, особенно принимая во внимание сравнительно низкий уровень ВВП на душу населения в России.

Совокупная стоимость десяти крупнейших сделок в 2006 году составила 42% от общего объема рынка слияний и поглощений по сравнению с 70% в 2005 году. Самые крупные сделки, как и прежде, были совершены в нефтегазовом секторе, однако наряду с этим мы наблюдаем растущую роль металлургии и горнодобывающей отрасли. Вместе с тем наблюдаются некоторые изменения в структуре сделок стоимостью свыше миллиарда долл. (так называемые Мега-сделки) – в 2006 году было совершено 15 таких сделок, по сравнению с 5 сделками в 2005 году<sup>27</sup>. Также можно отметить рост числа отраслей, в которых были осуществлены мега-сделки: 5 отраслей вместо 3 в 2005 году.

Теперь перейдем к рассмотрению **отраслевой структуры** изучаемого рынка, которая по итогам 2006 года достаточно существенно изменилась. Основная отраслевая тенденция заключается в том, что рынок стал более равномерным. В частности, доля нефтегазового сектора сократилась почти вдвое, в то время как доля всех остальных

---

<sup>26</sup> Thomson Financial

<sup>27</sup> 10 крупнейших сделок – см. в Таблице 1 Приложения 1.

отраслей, за исключением телекоммуникационного, выросла<sup>28</sup>. Существенное снижение доли нефтегазового сектора в первую очередь можно объяснить меньшим количеством мега-сделок в отрасли и отсутствием сделки, подобной Сибнефть-Газпром. В металлургии и горнодобывающей отрасли, финансовом и потребительском секторах, напротив, наблюдался существенный рост объемов сделок, что свидетельствует о высоких темпах развития и исключительной привлекательности этих отраслей для инвесторов.

Отраслевой анализ по стоимостному критерию подвержен существенному влиянию искажения от крупных сделок, которые особенно часто совершаются в нефтегазовой, металлургической и горнодобывающей отраслях. В связи с этим повышается роль статистики количества завершенных сделок<sup>29</sup>. Согласно статистике количества сделок, 61% приходится на 5 крупнейших отраслей, что несколько меньше, чем в 2005 году. Таким образом, ведущие отрасли экономики по-прежнему являются и основными игроками рынка M&A. В тоже время распределение между этими отраслями претерпело изменения в пользу потребительского сектора (16%), а доли нефтегазового (11%), металлургии и горнодобывающей отрасли (10%) и финансового сектора (14%) сократились в течение года.

Среди основных движущих сил рынка M&A по секторам можно отметить следующие. В нефтегазовом секторе наблюдалась высокая активность трех крупнейших игроков (Газпрома, ЛУКОЙЛа и Роснефти), которые стремились увеличить свои активы в России и получить доступ к зарубежным рынкам, преимущественно к конечным потребителям. В металлургии и горнодобывающей отрасли игроки использовали различные стратегии, которые включали как интеграционные процессы внутри отрасли, так и выход на новые рынки. В телекоммуникационном и потребительском секторе активность M&A была в основном обусловлена тенденцией к консолидации, в финансовом же секторе большая часть объема сделок приходилась на приобретения российских активов иностранными компаниями, стремящимися выйти на перспективный российский рынок.

Также, помимо пяти указанных выше секторов, относительно высокую активность на рынке продемонстрировали целый ряд прочих отраслей, включая средства массовой информации, энергетику, промышленное производство, транспорт и др.<sup>30</sup> Такая отраслевая диверсификация рынка слияний и поглощений свидетельствует о более сбалансированном развитии экономики в России.

---

<sup>28</sup> См. Рис. 5-6 Приложения 1

<sup>29</sup> См. Рис. 7-8 Приложения 1

<sup>30</sup> Структуру распределения прочих отраслей – см. Рис. 9-10 Приложения 1.

Говоря о перспективах изменения отраслевой структуры в 2007 году, по нашему мнению, можно прогнозировать сохранение существенной доли у ведущих отраслей, но при этом следует ожидать роста и в других отраслях. В частности, в большинстве проанализированных источников, прогнозируется рост активности энергетического сектора в связи с продолжающейся реформой энергетики и привлечением частных и иностранных инвестиций в отрасль (например, активным игроком будет финская Fortum, которая уже имеет доли в некоторых ОГК и ТГК и ведет переговоры о новых приобретениях).

Еще одним критерием анализа рынка слияний и поглощений, помимо объемного и количественного распределения сделок по отраслям, является **средняя стоимость сделки**. Анализ рынка по данному критерию свидетельствует о его дальнейшем росте, на что указывает рост количества крупных и средних сделок<sup>31</sup>. Лидерами по данному показателю являются нефтегазовый сектор, металлургия и горнодобывающая отрасль (213 млн. долл. и 222 млн. долл. соответственно). При этом нужно особенно отметить, что средняя стоимость в металлургии и горнодобывающем секторе увеличилась примерно в 2,5 раза по сравнению с 2005 годом, что стало следствием нескольких крупных сделок в отрасли. Значительный рост продемонстрировал и финансовый сектор, где средняя стоимость сделки вследствие активного приобретения российских активов иностранными компаниями увеличилась с 12 млн. долл. до 39 млн. долл. В секторе телекоммуникаций этот показатель вырос приблизительно на 20% и составил 44 млн. долл., в потребительском секторе он увеличился на 10% и составил 57 млн. долл.

В целом, рост средней стоимости сделки может быть результатом повышения прозрачности рынка, поскольку все больше компаний раскрывают информацию от стоимости сделок. В тоже время по-прежнему высоким остается количество сделок, стоимость которых не раскрывается, что в определенной мере искажает статистику средней стоимости сделки.

Следующий вопрос, который необходимо рассмотреть, говоря о российском рынке слияний и поглощений – это **сделки с иностранным участием**. С начала текущего года было совершено большое количество трансграничных сделок, как по покупке иностранными компаниями российских активов, так и по покупке иностранных активов, общей стоимостью 24,4 млрд долл., что по сравнению с аналогичным показателем 2005 года означает прирост примерно на 90%. Совокупный размер трансграничных сделок составил 38,3% от общего объема российского рынка.

---

<sup>31</sup> См. Диаграмму 11.

Основной характеристикой рынка трансграничных слияний в 2006 году стал существенный объем сделок по приобретению российских активов иностранными компаниями. Общая стоимость таких сделок составила 14,5 млрд. долл., что более чем в 3 раза превышает показатель 2005 года (4,3 млрд. долл.)<sup>32</sup>. Такое значительное увеличение стоимостного объема сделок по приобретению российских активов свидетельствует о растущей заинтересованности иностранных стратегических инвесторов к российскому рынку.

В 2006 году было заключено 136 сделок по приобретению зарубежных активов российскими компаниями общей стоимостью 9,8 млрд. долл, что на 15% ниже уровня 2005 года. Тем не менее эти цифры не отражают реальной картины, поскольку целый ряд сделок не был завершен, а некоторые сделки планируется закрыть в 2007 году. Таким образом, можно прогнозировать рост стоимости таких сделок в 2007 году, поскольку многие российские компании ориентированы на мировые рынки, для успешной деятельности на которых, им придется совершать покупки. К числу таких компаний можно отнести Газпром, ЛУКОЙЛ, Роснефть, Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК), Евраз Груп, Внешторгбанк, Северсталь и др.

Среди главных особенностей сделок по приобретению иностранных активов в 2006 году можно выделить, во-первых, смену лидера сделок – игроком номер один впервые стала металлургическая отрасль (53% от общего объема покупок). При этом именно данная отрасль продемонстрировала новую тенденцию в трансграничных сделках: российские компании приобретают активы, ориентируясь на мировое лидерство<sup>33</sup>. Во-вторых, это географическое распределение инвестиций: в 2006 году доминировали сделки российских компаний в Западной Европе (35% от общего объема зарубежных сделок) и в Северной Америке (31%). Страны же СНГ, которые раньше считались более привычным направлением экспансии российского бизнеса заняли третью позицию (16%)<sup>34</sup>.

**Мотивы в таких сделках могут быть различными: в частности, поиск новых технологий, источников сырья, расширение производственных мощностей, диверсификация бизнеса, построение вертикально интегрированного производства.**

Например, компания ЛУКОЙЛ, которая одной из первых вышла на мировые рынки. Политика международной экспансии этой компании была продиктована ее стратегией развития: создать единый цикл добычи, переработки и реализации продукции, поскольку только такая завершенная цепочка гарантирует получение максимальной прибыли. Просто добывать нефть и гнать ее по трубам – значит уступать весомую часть

---

<sup>32</sup> Данные КPMG.

<sup>33</sup> Более подробно отраслевую структуру трансграничных сделок см. Диаграммы 12-13

<sup>34</sup> Более подробно географическую структуру трансграничных сделок см. Диаграммы 14-15



доходов тем, кто будет перерабатывать сырье и продавать нефтепродукты. Сегодня у компании за границей три крупных НПЗ, более 5,4 тыс. автозаправочных станций в Европе и США и множество проектов в области геологоразведки.

Тем не менее необходимо отметить, что российские компании все чаще сталкиваются с некоторыми трудностями в процессе заключения сделок по приобретению иностранных активов. В качестве причин отказа от завершения сделок называются причины экономического, политического и культурного характера. Так в результате локального противодействия было отклонено несколько сделок по приобретению иностранных активов такими компаниями как Газпром (Centrica), ЛУКОЙЛ (Mazeikeu Nafta), ММК (Pakistan Steel), Северсталь (Arcelor) и т.д. При этом в большинстве случаев предложения российских компаний были абсолютно конкурентоспособны с точки зрения предлагаемой цены и других экономических условий.

Можно выделить **три основных причины** подобной ситуации. Во-первых, ряд стран серьезно озабочен активизацией нашего бизнеса на мировых рынках – прежде всего в сфере энергетики, нефти и газа. Поэтому причины поражений российских компаний носят больше политический, чем экономический характер. Во-вторых, некоторые сделки, ориентированные на получение значительной доли мирового рынка, не были хорошо продуманы и подготовлены. Так, многие компании, приходя на новые рынки, мало рассказывают как о себе, так и о своих планах, мало интересуются имиджем предполагаемого партнера и национальными особенностями страны в целом. Так же российские компании часто игнорируют и другие каналы быстрого вхождения на рынок и создания благоприятного информационного поля (например, инструменты GR и PR<sup>35</sup>). Наконец, лишь в качестве третьего фактора можно отметить чисто экономические условия, когда предлагаемая цена не соответствовала ожиданиям продавца. Исходя из этого, можно сделать **вывод о недостаточном уровне лоббирования государством интересов российского бизнеса.**

Соответственно правительству необходимо активизировать свои усилия в данной области. При этом понятно, что не все зарубежные проекты должны заслуживать одинакового внимания и поддержки. Наиболее важным в такой ситуации является поддержка компаний, ориентированных на поиск новых сырьевых источников, на покупку современных технологий для улучшения качества и повышения конкурентоспособности российских товаров на зарубежном рынке.

---

<sup>35</sup> GR – government relation; PR – public relation

Еще один аспект рынка M&A, на котором хотелось бы подробно остановиться – сделки с участием фондов прямых инвестиций (Private Equity).

В мировой практике на долю этих фондов приходится более 20% рынка M&A. Однако активность Private Equity в России по-прежнему значительно ниже, чем на западных рынках. Тем не менее в течение последних нескольких лет роль фондов прямых инвестиций начинала постепенно возрастать, что объясняется растущим спросом на инвестиции в различных отраслях и возрастающим доверием инвесторов к России.

На данный момент общий размер инвестиционного капитала, находящегося в распоряжении российских фондов прямых инвестиций, по оценкам экспертов, составляет около 40 млрд. долл.<sup>36</sup>. При этом в 2006 году на долю Private Equity пришлось примерно 2% общего объема российского рынка M&A или 1 млрд. долл.<sup>37</sup>. Согласно имеющейся статистике, большинство сделок с участием Private equity на российском рынке были среднего размера (большая часть находилась в диапазоне от 5 до 40 млрд. долл.), а максимальный размер не превысил 200 млн.

За период с 2001 года по первое полугодие 2006 года фондами Private Equity было завершено 27 сделок по выходу из компаний, общей раскрытой стоимостью 969 млн. долл. Финансовый сектор оказался наиболее активным в данных сделках, его доля составила 22,8% от общей стоимости сделок, что практически в 2 раза выше по сравнению с другими основными секторами экономики<sup>38</sup>. При этом самое высокое значение средней стоимости было зафиксировано в секторе Интернета и электронной коммерции, если не учитывать химическую промышленность, в которой стоимость одной крупной сделки (сделка по продаже Credit Prive своей доли в Кирово-Чепецком химическом комбинате) составила 15% от стоимости всех операций действующих в России фондов прямых инвестиций.

Сейчас к наиболее активным игрокам из индустрии Private Equity можно отнести как ряд международных фондов, активно действующих на территории стран СНГ, так и российские фонды, которые в последнее время начинают все активнее вкладывать деньги в отечественные компании.

К числу первых в том числе относятся:

- Европейский банк реконструкции и развития, который был одним из первых фондов прямых инвестиций в России. На протяжении 2006 года, ЕБРР вложил

---

<sup>36</sup> Данные компании KPMG – сумма приведена исходя из оценки стоимости проинвестированных в прошлом объектов

<sup>37</sup> Данные компании Ernst&Young

<sup>38</sup> См. диаграммы 16-17 в Приложении 1

около 400 млн. евро в капитал российских компаний, что в три раза превышает аналогичный показатель 2005 года<sup>39</sup>.

- Другим примером являются компания Baring Vostok Capital Patners, управляющая активами совокупной стоимостью 800 млн. долл. США и Delta Private Equity Partners, которая инвестировала 400 млн. в российские компании.

Что касается российских фондов, то здесь следует отметить инвестиционную компанию Alfa Capital Partners, которая управляет активами стоимостью 360 млн. долл. и фонд прямых инвестиций Ренова Капитал, уже вложивший более 150 млн. долл.

В целом развитие российского рынка фондов прямых инвестиций в последние годы дает определенные основания для оптимизма в отношении его развития в будущем. К факторам, стимулирующим такое развитие можно отнести ограниченную доступность долгового финансирования и альтернативных источников средств. Дальнейшее развитие среднего и малого бизнеса, а также возможности выкупа активов за счет заемных средств (LBO) или участия менеджмента (MBO) также создают благоприятный климат для развития фондов прямых инвестиций. Способствовать дальнейшему повышению доли M&A, совершаемых с участием Private Equity будет как выход на российский рынок крупнейших международных фондов (например, Texas Pacific Group), так и создание специализированных частных инвестиционных фондов крупными российскими холдингами (в т. ч. АФК “Система” и “Нафта Москва”). Также сейчас данный бизнес вызывает все больший интерес со стороны отечественных инвестиционных банков. Так Тройка Диалог создала фонд прямых инвестиций Russia New Growth Fund, ориентированный на российский потребительский сектор, со стоимостью совокупных активов в 300 млн. долл.

Таким образом, по нашим оценкам, следует ожидать роста роли фондов прямых инвестиций на российском рынке слияний и поглощений, а также усиление их влияния на российском финансовом рынке в целом. В условиях благоприятного экономического и политического климата и снижения рисков можно ожидать появления на рынке фондов прямых инвестиций новых отечественных и зарубежных игроков, что усилит конкуренцию за возможности инвестирования и повысит эффективность деятельности.

Описав рынок в целом, обратимся к основным наблюдаемым на нем тенденциям.

Первой и основной его тенденцией, безусловно, является **бурный рост за последние 2-3 года** на уровне самых оптимистичных прогнозов – так только за 2006 год рост составил 57%. Такой рост, вероятно, сохранится и в ближайшие 1-2 года. Основными

---

<sup>39</sup> Отчет ЕБРР

движущими силами, по нашему мнению, будут интенсивное развитие различных отраслей промышленности и сферы услуг, возрастающая привлекательность российского бизнеса, а также агрессивные планы по расширению бизнеса как крупнейшими российскими, так и иностранными компаниями, которые стремятся выйти на отечественный рынок.

При этом, как уже говорилось, средняя стоимость сделки в 2006 году составила 77,8 млн. долл., что на 3% ниже аналогичного показателя 2005 года. Подобная динамика может объясняться увеличением количества сделок в среднем и нижнем ценовом диапазоне, а также снижением количества мега-сделок (в 2006 году была только 1 сделка свыше 5 млрд.).

Другой тенденцией является помимо количественного, еще и **качественное улучшение рынка**. В частности это проявляется в **увеличении количества раскрытых сделок**, в особенности среди сделок стоимостью ниже 100 млн. долл. Так, процент раскрытия сделок составил порядка 56-57%, в то время как год назад этот показатель был только 30%<sup>40</sup>. Таким образом, можно говорить о повышении уровня прозрачности рынка слияний и поглощений, что обусловлено использованием иностранного опыта проведения сделок, подготовкой к IPO рядом российских компаний, все более частым вовлечением финансовых консультантов в процесс проведения сделок и развитием законодательного регулирования данных процессов. Впрочем, необходимо отметить, что количество сделок, информация о которых не раскрывается, все еще является значительным. Так, по оценкам компании KPMG, в 2006 году объем нераскрытых сделок составил порядка 20 млрд. долл., включая как нераскрытые сделки, так и сделки, информация о которых была занижена.

Рассматривая же отраслевую структуру рынка и ее изменение, необходимо выделить такую тенденцию, как **диверсификация**. В частности в 2006 году возросла роль финансового сектора, потребительского сектора и розничной торговли, сектора телекоммуникаций, СМИ, промышленного производства, химической промышленности, транспорта и логистики. При этом нефтегазовый сектор сохранил лидирующую позицию, а металлургия и горнодобывающий сектор вплотную приблизился к нему.

Еще одной важной тенденцией является **региональная экспансия**. В 2006 году мы наблюдали большое количество сделок, направленных на расширение присутствия компаний в регионах. Основными факторами усиления данной тенденции являются интенсивная конкуренция между основными игроками (как, например, в потребительском секторе и розничной торговле), ограниченные возможности дальнейшего роста в центральных регионах (сектор телекоммуникаций), необходимость развития филиальной сети (сектор финансовых услуг) и значительный потенциал региональных рынков (сектор

---

<sup>40</sup> Данные компании KPMG

телекоммуникаций, потребительский сектор и розничная торговля). Также здесь нужно отметить начало консолидации рынка региональными игроками, стремящимися противостоять натиску федеральных конкурентов.

Наконец, еще один вопрос, на котором хотелось бы более подробно остановиться – **регулирование рынка слияний и поглощений и роль государства**. В связи со стремительным развитием рынка слияний и поглощений государство начинает уделять все больше внимания вопросам его законодательного регулирования. В частности уже были внесены ряд крупных поправок в федеральный закон "Об акционерных обществах", регулирующих вопросы перехода прав контроля и приобретения долей в акционерных обществах, также до конца 2008 года планируется внесение целого ряда изменений в российское законодательство, регулирующее корпоративные отношения. В то же время государство разработало ряд законопроектов в стратегических отраслях экономики, призванных сохранить контроль в таких отраслях, как нефтегазовая и металлургическая. Подобные изменения могут оказать существенное влияние на поведение иностранных инвесторов, особенно в части сделок по слиянию и поглощению.

При этом необходимо отметить, что в ряде отраслей государство проводит политику, направленную на стимулирование консолидации бизнеса. Так с целью повышения капитализации банковского сектора, банкам будет разрешено совершать покупки до 10% стоимости их активов без необходимости предварительного одобрения со стороны Центрального Банка. Также стимулировать рынок слияний и поглощений в российском финансовом секторе будет требование о минимальном размере собственных средств в 5 млн. долл., которое должно быть выполнено в течение 12 месяцев (до конца 2007 года).

В целом, обобщая все вышесказанное, можно выделить следующие **стратегии компаний по созданию стоимости на российском рынке M&A**:

- Одной из наиболее популярных стратегий на российском рынке слияний и поглощений является региональная экспансия. В частности, во многих отраслях крупные игроки (обычно расположенные в центральных регионах) рассматривают объекты для приобретения в регионах в целях развития бизнеса и увеличения доли рынка. Подобная стратегия часто используется в потребительском секторе и розничной торговле, телекоммуникациях, финансовом секторе и других секторах, ориентированных на физических лиц в качестве конечных потребителей.

- Выход на зарубежные рынки более характерен для таких развитых отраслей, как нефтегазовая, металлургическая и горнодобывающая отрасль, а также телекоммуникации. Через приобретение иностранных активов ведущие российские компании стремятся получить выход на новые рынки, а также доступ к существующей клиентской и ресурсной базе, приобрести технологии и повысить качество продукции.
- Вертикальная интеграция наиболее типична для добывающих и промышленных компаний, которые ориентированы на обеспечение своих потребностей в ресурсах, повышение контроля над сбытом и снижение затрат через доступ к дешевой энергии и трудовым ресурсам.
- Диверсификация портфеля наиболее часто наблюдается в финансовом секторе, где игроки приобретают компании в различных подсекторах с целью выхода в более динамично развивающиеся сферы услуг (например, розничные финансовые услуги, ипотека, страхование), или получения синергетических выгод от перекрестных продаж (эффект единого “счета”).
- Средние и малые компании выступают преимущественно в качестве продавцов миноритарных или контрольных пакетов, стремясь получить средства для своего дальнейшего развития.
- Сделки с участием фондов прямых инвестиций по-прежнему составляют лишь скромную долю российского рынка M&A, однако их влияние на рынке увеличивается.

## **2.2. Уплата премий в сделках М&А и их влияние на ценообразование финансовых инструментов в России**

Как уже было сказано в предыдущем параграфе, одной из основных тенденций на данном рынке является его постепенный переход к более цивилизованным способам обращения прав корпоративного контроля – от корпоративных захватов и “лесных войн” конца 90-х - 2001-2002 годов к все большему вовлечению в сделки слияний и поглощений инструментов фондового рынка.

В связи с этим особенно актуальным является вопрос о том, каким образом М&А-сделки влияют на стоимость ценных бумаг вовлеченных в них эмитентов.

Согласно анализу западной практики, можно выделить несколько основных направлений взаимодействия рынка ценных бумаг и слияний и поглощений, исходя из чего можно определить базовые гипотезы о влиянии проводимых сделок на котировки финансовых инструментов:

- Акции компании-цели имеют ярко выраженную тенденцию к росту;
- Цены акции компании-покупателя обычно снижаются;
- Долговые бумаги компании-цели имеют тенденцию к росту;
- Котировки долговых бумаг покупателя обычно подвержены слабому понижательному влиянию М&А-сделок.

Рассмотрим применимость данных гипотез в российской практике.

### ***Поведение акций компании-цели.***

Итак, в большинстве случаев, согласно американской статистике, акции компаний-целей слияний растут. При этом на данную тенденцию не оказывает принципиального влияния, идет ли речь о дружественной или враждебной сделке. Почему это происходит?

В целом можно выделить три наиболее значимых фактора:

1. Проявление фундаментального закона равновесия спроса и предложения на рынке.

Без учета слияния на рынке торгуется устойчивый объем акций (free-float), цены на которые определяются, исходя из сложившегося, достаточно стабильного соотношения спроса и предложения. В случае же проведения М&А-сделки объем спроса на обращающиеся акции возрастает при прежнем объеме предложения, в результате чего цены начинают расти. С другой стороны, находящегося в свободном обращении количества акций, как правило, бывает недостаточно для слияния, в результате чего в

целях стимулирования остальных владельцев выставить на продажу их доли, покупателю приходится еще больше повышать цену выкупа.

## 2. Активизация рискованных арбитражеров.

Когда на рынке начинают появляться слухи о возможном поглощении компании, ее акции начинают концентрироваться в руках рискованных арбитражеров, играющих на вероятности того, что компания будет поглощена. Когда же они начинают аккумулировать акции, на их цену оказывается восходящее давление. Чистый результат процесса покупки арбитражерами заключается в увеличении цены при одновременном увеличении вероятности того, что компания будет поглощена. Вероятность поглощения увеличивается, поскольку теперь большее число акций концентрируется в руках меньшего числа инвесторов, облегчая покупку крупных пакетов. Кроме того, учитывая, что арбитражеры стремятся как можно быстрее реализовать хорошую прибыль на свои инвестиции, они являются очень активными продавцами, если цена их устраивает, а потому деятельность арбитражеров может помогать покупателю.

## 3. Наличие премии за контроль, характерный для различных пакетов акций.

Как уже было сказано выше, премия за контроль обусловлена тремя факторами: различием прав держателей пакета акций разного объема, порядком голосования и принятия решений в компании и эффектом распределения собственности.

Рассмотрим более подробно права инвесторов, владеющих разным количеством акций по российскому законодательству.

Согласно ФЗ "Об Акционерных обществах"<sup>41</sup>, **каждая** обыкновенная акция общества предоставляет акционеру - ее владельцу одинаковый объем прав. Акционеры - владельцы обыкновенных акций общества могут участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, а также имеют право на получение дивидендов, а в случае ликвидации общества - право на получение части его имущества.

Список лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров, предоставляется обществом для ознакомления по требованию лиц, включенных в этот список и обладающих не менее чем **1%** голосов.

Акционеры (акционер), являющиеся в совокупности владельцами не менее чем **2%** голосующих акций общества, вправе внести вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров (наблюдательный совет) общества, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию (ревизоры) и счетную комиссию общества, число которых не может превышать

---

<sup>41</sup> См. Ст. 6, 47, 48, 49, 51, 53, 55, 79



количественный состав соответствующего органа, а также кандидата на должность единоличного исполнительного органа.

Внеочередное общее собрание акционеров проводится по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества на основании его собственной инициативы, требования ревизионной комиссии (ревизора) общества, аудитора общества, а также акционеров (акционера), являющихся владельцами не менее чем **10%** голосующих акций общества на дату предъявления требования.

Общество признается зависимым, если другое (преобладающее) общество имеет более **20%** голосующих акций первого общества.

Владение **25%+1** голосующих акций (блокирующий голос), принимающих участие в общем собрании акционеров (ОСА), дает право влияния на принятие решений на ОСА о внесении изменений и дополнений в устав или утверждении его новой редакции, реорганизации и ликвидации общества, определении количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями, приобретении обществом размещенных акций.

Владение большинством (**50%+1**) голосов акционеров-владельцев голосующих акций, принимающих участие в ОСА, дает право на принятие всех решений, входящих в компетенцию ОСА, за исключением следующих:

- внесения изменений и дополнений в устав или утверждение новой редакции;
- реорганизации и ликвидации общества;
- определения количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями;
- приобретения обществом размещенных акций.

Владение более **50%** голосов в Совете директоров, дает право на принятие решений в отношении всех вопросов, входящих в компетенцию Совета директоров.

Владение **75%** голосов акционеров-владельцев голосующих акций, принимающих участие в ОСА, дает право на принятие решений в отношении всех вопросов, входящих в компетенцию ОСА.

Решение об одобрении крупной сделки, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов общества, принимается ОСА большинством в **75%** голосов акционеров-владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров.

В обществе, **100%** голосующих акций которого принадлежат одному акционеру, решения по вопросам, относящимся к компетенции ОСА, принимаются этим акционером единолично и оформляются письменно.

В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в различных изданиях, в частности, в ежегодном статистическом обзоре слияний компаний *Mergerstat Review*. Однако непосредственное, нескорректированное применение результатов *Mergerstat* для оценки российских предприятий представляется достаточно спорным. Использование поправок за контроль, рассчитанных на основе анализа внутреннего российского рынка корпоративного контроля, является более предпочтительным, хотя и требует наличия большого объема достоверной информации, что является затруднительным в условиях нерыночного характера большинства сделок. В этой связи особенно интересным представляется исследование, проведенное специалистами ООО «ФБК» на основе изучения 44-х сделок<sup>42</sup>, результаты которого, вместе с проведенным автором анализом предоставляемого пакетом акций объема прав, приведены в таблице 1 Приложения 2.

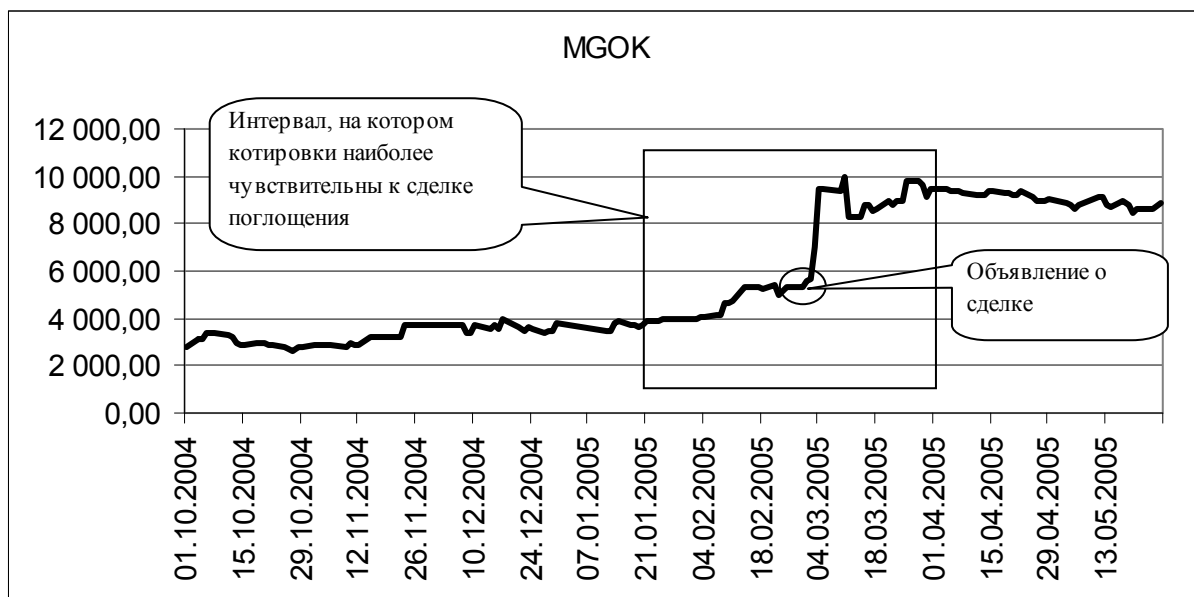
Приведенные в таблице данные подтверждают наиболее логичное описание тенденции увеличения премии: с ростом пакета акций увеличивается объем прав, вместе с чем увеличивается и поправка за контроль, при этом наиболее сильный рост происходит при переходе от предконтрольного пакета к контрольному, т. е., используя терминологию экономической теории, можно сказать, что наибольшей предельной полезностью для покупателя обладает первая акция, приобретенная сверх 50%.

В целом, исходя из анализа приведенной выше таблицы, можно отметить, что на российском рынке подтверждается гипотеза о восходящем влиянии M&A на цену акций компании-цели. При этом средний размер премии слияний, на которую увеличивается стоимость акций, составляет 39-81%, что сопоставимо с международной практикой.

Каков же механизм воздействия уплаченной премии на биржевые котировки? Для ответа на данный вопрос проведем анализ сделки по приобретению ОАО «Михайловский горно-обогатительный комбинат» компанией ООО «Уральская сталь», которая была проведена в конце февраля 2005 года, и по итогам которой покупателем было консолидировано 97,5% акций. Графический анализ сделки приведен на рисунках 2.2.1 и 2.2.2

---

<sup>42</sup> См. Жигло А., Устименко В., Стекольников А. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний. // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №12. – с. 55-56.



**Рис. 2.2.1. График котировок акций Михайловского ГОКа на ММВБ.<sup>43</sup>**

В принципе, на первый взгляд может показаться, что резкий рост курса с 28.02.2005 по 04.03.2005, когда он поднялся с 5300 до 9450 руб. и будет являться базой для расчета премии, которая в данном случае составит 3150 руб., т. е. 59,4%. Однако не все так просто.

Как показывают многочисленные исследования, влияние сделки на цену акции начинает проявляться не менее чем за месяц до объявления о сделке, что может объясняться как несовершенством рынка и наличием инсайдерской торговли, так и началом скупки акций покупателем, желающим еще до объявления консолидировать у себя начальный неконтрольный пакет.

Таким образом, для оценки влияния сделки на акции компании-цели наиболее часто используются 2-3-х месячные интервалы. Поэтому, согласно данному подходу, мы должны попросту посмотреть на прирост стоимости, но не за неделю, а за 2-3 месяца. Как можно увидеть из рисунка 2.2.1, наиболее активно цена на акции Михайловского ГОКа начала расти с середины января и перешла в боковой *flat* только к началу апреля. Поэтому именно интервал с 17.01.2005. по 31.03.2005. и будет являться базой для определения премии сделки. Рост акций за рассматриваемый период составил 5598 (с 3900 до 9498), или 143%.

Данный подход является одним из наиболее часто используемых. Однако он содержит одну очень существенную неточность: предполагается, что цена акции без совершения сделки оставалась бы на уровне начала рассматриваемого периода, что

<sup>43</sup> Построено по данным ММВБ за соответствующий период ([www.micex.ru](http://www.micex.ru))

является неверным. Поэтому для очистки полученных данных от прочих факторов, являющихся определяющими для изменения курса ГОКа, наиболее правильным представляется **использование аномальной (избыточной) доходности**. Эта доходность представляет собой отклонение цены акций в результате сделки на конец анализируемого периода от цен акций, которые прогнозировались без учета сделки на основании статистики их изменения за предыдущие периоды. Данное отклонение фактически и будет являться величиной, показывающей влияние сделки на акции компании-цели.

Таким образом, для нахождения аномальной доходности необходимо в первую очередь построить прогноз курса акций ГОКа с 17.01.2005 по 31.03.2005, для чего построим регрессионную модель для дневных изменений, аналогичную “рыночной модели”:

$$r_i = \alpha + \beta \times r_l + \xi, \quad (5)$$

где  $r_i$  - доходность ценной бумаги за определенный период (в нашем случае – день)

$\alpha$  - коэффициент смещения

$\beta$  - коэффициент наклона

$r_l$  - доходность на рыночный индекс за аналогичный период

$\xi$  - случайная погрешность.

При этом стоит сразу отметить, что справедливость использования рыночной модели была взята автором как аксиома. В то же время, по хорошему счету адекватность построенной модели должна быть проверена с помощью математических тестов, таких как тест на гомоскедастичность, некоррелированность случайных возмущений и др. Однако построение полностью адекватной модели для прогнозирования цены конкретной акции является отдельной задачей, которую автор не ставил перед собой в данной работе, а потому было решено использовать несколько упрощенный подход.

Соответственно, для прогнозирования изменения курса Михайловского ГОКа по историческим данным на 14.01.2005. при помощи метода наименьших квадратов в среде *Microsoft Excel* была построена рыночная модель для определения изменения доходности. Она имеет следующий вид:

$$r_i = 0,000027 + 0,00067 \times r_l + \xi, \quad (6)$$

где среднее отклонение влияния случайных факторов находится в пределах 0,00095.

После того, как при помощи построенной модели были спрогнозированы доходности для всего исследуемого периода, для построения прогнозного значения цен была использована следующая формула:

$$P_t = P_{(t-1)} * (1 + r_t) \quad (7)$$

где  $P_t$  – прогнозируемая цена акции в t-й период времени (день)

$P_{(t-1)}$  - прогнозируемая цена акции в предыдущий период, при  $P_0 = P_{14.01.2004}$   
(реальная цена)

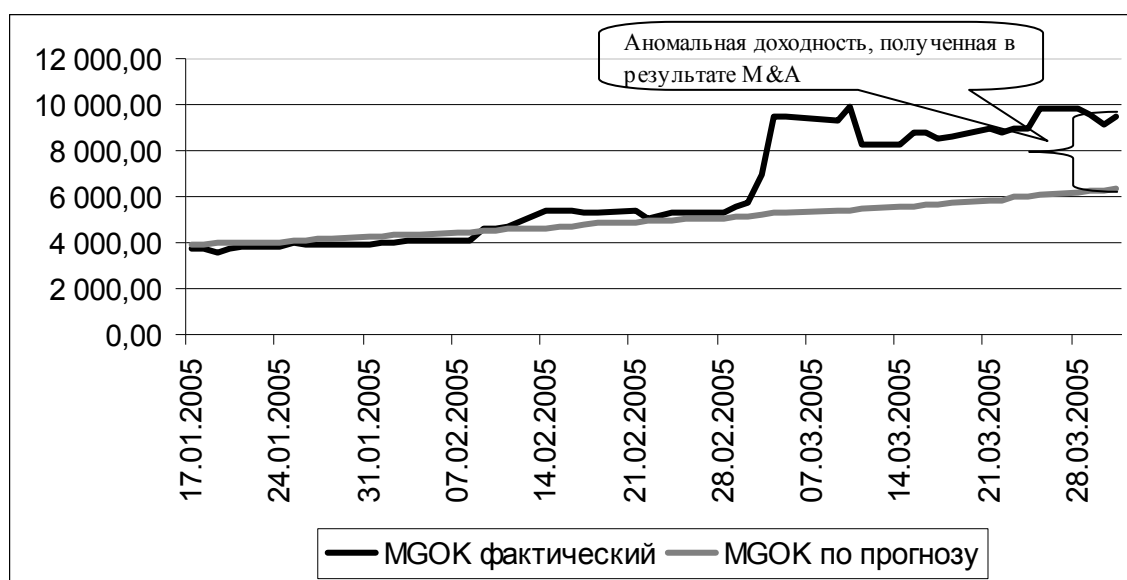
$r_t$  – прогнозируемая величина доходности.

Она имеет следующий вид:

$$r_i = 0,000027 + 0,00067 \times r_i + \xi, \quad (8)$$

где среднее отклонение влияния случайных факторов находится в пределах 0,00095.

Таким образом, был построен прогноз по акциям Михайловского ГОКа за рассматриваемый период, который приведен на рисунке 2.2.2. Разница же реальных и прогнозируемых данных как раз и будет составлять аномальную доходность, получаемую инвесторами из-за проведения поглощения. **Итоговое влияние** сделки на стоимость акций компании-цели можно рассчитать как разницу между реальной (9498) и прогнозируемой (6366) ценой на 31.03.2005., которая составит 3132 рубля или **49,2%**.



**Рис. 2.2.2. График котировок акций Михайловского ГОКа и их ретроспективный прогноз на основе модели CAPM.**

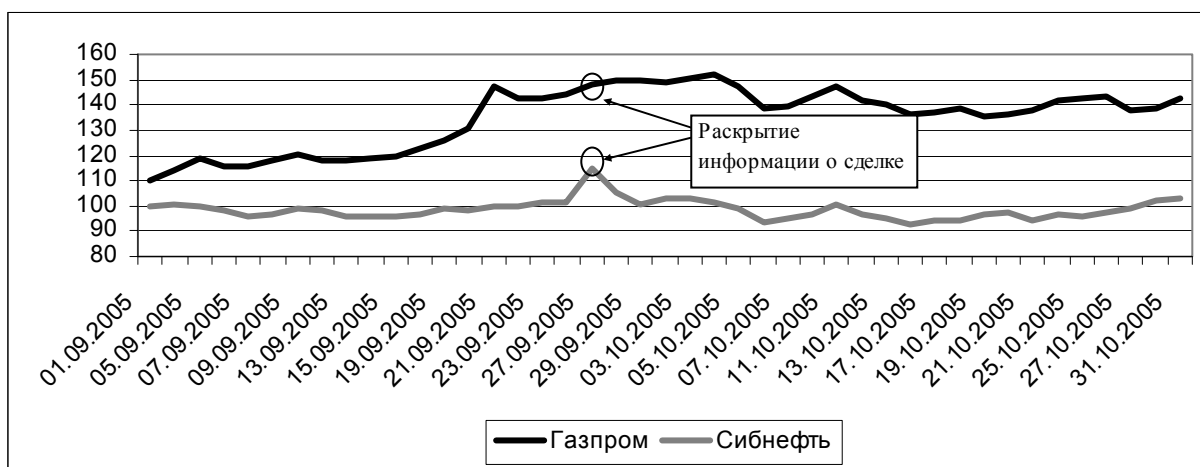
### ***Влияние M&A на котировки акций покупателя.***

Согласно международной статистике, в большинстве случаев котировки акций покупателя имеют тенденцию к падению. Это обусловлено следующим.

Как уже было показано выше, для того чтобы осуществить сделку, покупающим компаниям приходится заплатить премию слияния. Большинство из них идут на подобного рода переплату, рассчитывая приобрести не только бизнес цели как таковой, но и в последующем получать синергетический эффект от его взаимодействия со своей

компанией. Именно в получении синергии и заключается основная проблема – многие покупатели склонны переоценивать ее размер и вероятность достижения; вместе с тем этот эффект является трудно достижимым и всегда подвержен высокому риску, в результате чего за цель платят больше, чем реальная экономически обоснованная премия. Естественно, что превышение уплаченной премии над ее справедливым уровнем негативно сказывается на фундаментальной стоимости бизнеса покупателя, что в конечном итоге создает условия для падения его котировок.

Однако указанные выше постулаты, как в отношении акций покупателя, так и акций продавца, на практике, особенно в России, выполняются не всегда. Наиболее ярким примером этого может быть сделка по покупке Газпромом компании Сибнефть. Как видно из рисунка 2.2.3., до объявления о сделке на рынке акций Сибнефти наблюдался типичный flat, который лишь за неделю до сделки перешел в бычий тренд. При этом за день до объявления о сделке в предвкушении уплаты премии поглощения наблюдался резкий рост с 101 до 114 рублей за акцию. В то же время за эту неделю на рынке Газпрома впервые, начиная с середины лета, наблюдалось небольшое падение, которое видимо также было спровоцировано ожиданиями покупки.



**Рис. 2.2.3. Динамика акций Газпрома и Сибнефти.<sup>44</sup>**

В день же объявления о сделке 28.09.2005. произошло резкое изменение ситуации: акции Сибнефти упали за два дня более чем на 14 рублей и еще на 5 за последующую неделю; акции Газпрома, напротив, - выросли. Дело в том, что по оценкам аналитиков, цена акций в сделке должна была составить 4,2\$, однако, по итогам сделки Газпром приобрел 72,663% акций Сибнефти за 13,091 млрд. долл., т. е. по 3,8\$ за акцию, что соответствовало рыночной цене на тот момент, а потому премии слияния не было, что в итоге и подтолкнуло цену акций Сибнефти вниз. Газпром же, не понеся потерь в виде уплаты премии, не только не упал в цене, а, наоборот, в новых условиях “пошел вверх”.

<sup>44</sup> Построено по данным ММВБ за соответствующий период ([www.micex.ru](http://www.micex.ru))

Рассмотренная сделка не является единственным случаем роста акций покупателя после сделки. Примером также могут являться приобретения казахстанского нефтяного актива “Nelson Resources Limited” компанией ЛУКОЙЛ и расширение сети аптек “36,6” путем приобретения в Перми сетей “Пермские аптеки” и “Чаша здоровья”, а также целый ряд других сделок. В большинстве случаев рынок положительно воспринял сделки, вследствие чего котировки покупателей шли вверх.

Таким образом, можно констатировать, что в российской практике, напротив, достаточно распространенным является рост приобретающих компаний. Чем это можно объяснить?

Во-первых, наличием достаточно большого количества недооцененных активов на постсоветском пространстве, в результате чего даже премия в 50-60% не является критической. Во-вторых, многие сделки выступают лишь элементами разработанной общей стратегии развития компаний (например, экспансия в регионы, как в случае с аптеками), которую инвесторы считают эффективной, а потому при каждом конкретном шаге в сторону ее реализации акции демонстрируют рост.

#### ***Влияние M&A на долговые инструменты.***

Итак, как уже отмечалось выше, согласно мировой практике, котировки долговых инструментов приобретаемой компании, например облигаций, после объявления о сделке склонны к росту. Это объясняется тем, что покупатели, как правило, гораздо больше цели, а потому после слияния облигации цели становятся более надежными за счет увеличения размера активов, фактически служащих обеспечением, которые в случае банкротства могут быть перераспределены между кредиторами, что, в условиях сохранения установленных заранее процентов по купонам, делает их более ценными.

Облигации же покупателя, напротив, часто падают в цене, хотя и не намного. Что касается понижательной тенденции, то она объясняется, с одной стороны, дополнительной долговой нагрузкой, приобретаемой после покупки (обычно коэффициенты, характеризующие кредитный риск у компании цели несколько хуже, чем у покупателя), а с другой - частым использованием заемных средств для проведения сделки (в сделках LBO), что также увеличивает долговую нагрузку на покупателя. Слабость же понижательного тренда является следствием существенной разницы в размерах покупателя и цели.

Что же происходит в действительности в российской практике? Для ответа на данный вопрос была проанализирована выборка из 14 облигационных выпусков, эмитенты которых участвовали в сделках корпоративного контроля за последние 2 года

Таблица 2.2.1.

**Выборка эмитентов облигаций, участвовавших в М&А-сделках.<sup>45</sup>**

<b>Эмитенты - покупатели</b>	<b>Эмитенты - объекты поглощений</b>
АФК "Система"	ИНТЕКО
Вимм-Билль-Данн	ЛУКОЙЛ
Газпром	ОАО "Амтел"
ЛУКОЙЛ	ОАО "Волганефть"
ОАО "Аптечная сеть "36,6"	ОАО "Красный восток"
ОМЗ	Пермский моторный завод
	Пятерочка
	Сибнефть

Для облигаций каждого из указанных эмитентов по данным о котировках до слияния была определена их нормальная волатильность. Соответственно, во время слияния (т. е. в 2-х месячный период), проводился анализ превышения изменения их цен по сравнению с нормой.

По итогам проведенного исследования никаких существенных колебаний стоимости облигаций как покупателя, так и продавца под воздействием М&А выявить не удалось.

Полученные данные, по мнению автора, можно объяснить следующим.

Во-первых, что касается дополнительного обеспечения – в России при приобретении компаний практически не осуществляется их реальная интеграция с сопутствующей консолидацией отчетности, активов и обязательств, а потому облигации цели де факто не получают дополнительного обеспечения в виде активов покупателя. Соответственно, и покупатель не несет дополнительной долговой нагрузки, а потому цена его облигаций также практически не изменяется.

Во-вторых, что касается падения курса облигаций покупателя вследствие осуществления LBO, то, как уже было сказано выше, большинство приобретаемых компаний являются недооцененными, продажная цена которых часто лишь незначительно превышает справедливую стоимость, определенную методом чистых активов, а потому кредиты и займы на проведение сделки являются хорошо обеспеченными реальными активами, в связи с чем кредитный рейтинг покупателя практически не изменяется вследствие увеличения долговой нагрузки.

<sup>45</sup> Сразу оговоримся, что компании одной строки не соответствуют одной сделке; их список дан в произвольном порядке.



В целом, обобщая все вышесказанное, можно выделить следующие **тенденции изменения стоимости фондовых инструментов под воздействием сделок M&A:**

1. Акционеры компании-цели обычно получают положительную доходность вследствие получения премии слияния, обусловленной ростом спроса на акции, активизацией рискованных арбитражеров и получением премии за контроль.
2. Акции покупателя в российской практике, в отличие от западной, также в большинстве случаев растут, что является следствием изначальной недооцененности многих приобретаемых компаний и активного роста покупателей через приобретения.
3. Долговые ценные бумаги участвующих в сделках эмитентов практически не подвержены их влиянию. Данная тенденция обусловлена отсутствием реальной консолидации (т. е. наступлением случая солидарной субсидиарной ответственности) сливающихся компаний и существенным превышением размера покупателя над компанией-целью.

### 2.3. Анализ отечественной практики структурирования сделок на примере слияния Пятерочки и Перекрестка

В качестве практического примера нами будет разобрана сделка, которая во многом была уникальна для российского рынка – слияние Пятерочки и Перекрестка.

Во-первых, это слияние стало первой мега-сделкой в розничном секторе. Во-вторых, сделка имела очень сложную структуру и состояла по сути из двух, что было беспрецедентным для российской практики. В-третьих, стратегия участвующих в сделке компаний имела ярко выраженную направленность на получение синергетических выгод за счет целого ряда источников, что, как мы уже отмечали в предыдущих параграфах, является не типичным для российской практики M&A.

По структуре сделка выглядит следующим образом – стороны обмениваются пакетами акций и создают единую компанию “Пятерочка”, в которой растворяется “Перекресток”. На самом же деле контрольный пакет (54%) в результате реализации многоступенчатой схемы получают акционеры “Перекрестка”, представляющие Альфа-Групп, ее акционера Михаила Фридмана и двоих топ-менеджеров “Перекрестка”. У основателей “Пятерочки” Андрея Рогачева, Александра Гирды, Игоря Видяева и Татьяны Франус останется миноритарный пакет компании величиной в 21.2%. Таким образом, данную транзакцию в терминологии ГААП США можно рассматривать как типичный пример обратного слияния (reverse merger), когда целевая непубличная компания растворяется в приобретающей публичной компании, контроль на которой де-факто переходит к собственникам цели.

Начнем с аспекта сделки, который вызвал наибольшее количество вопросов у биржевых аналитиков рассмотрения ее структуры.



Рис. 2.3.1. Структура сделки

Итак, в конце апреля компании обнародовали параметры сделки, из которых вырисовывается следующая схема. Альфа-Групп за 200 млн. долл. уже приобрела у Андрея Рогачева и Александра Гирды около 9,3% акций Pyaterochka Holding (2,47 млн. шт.) и дала согласие по завершении сделки выкупить у них еще 12,07 млн. акций торговой сети за 978 млн. долл. (оговорено, что в процессе слияния сумма сделки может измениться).

Затем “Пятерочка” за 300 млн. долл. наличных и 15,81 млн. собственных акций допэмиссии или GDR стоимостью 1065 млн. долл. должна будет выкупить у Альфа-Групп и инвестфонда Templeton Strategic Emerging Markets Fund LLC все остальные акции компании “Перекресток Холдингз Лимитед”. Наличные “Пятерочка” намерена привлечь в качестве кредита по ставке LIBOR плюс 3%. Стоимость выкупаемого пакета рассчитана, исходя из стоимости одной GDR “Пятерочки” за 30 дней до даты объявления о переговорах по поводу слияния компаний (анонс был сделан 6 апреля 2006 года). При цене одной расписки в 16,83 долл. цена 100% акций “Перекрестка” была определена в 1365 млн. долл. В том случае, если сделка по слиянию не состоится, на этом этапе Альфа-Групп выплатит “Пятерочке” 15 млн. долл. неустойки.

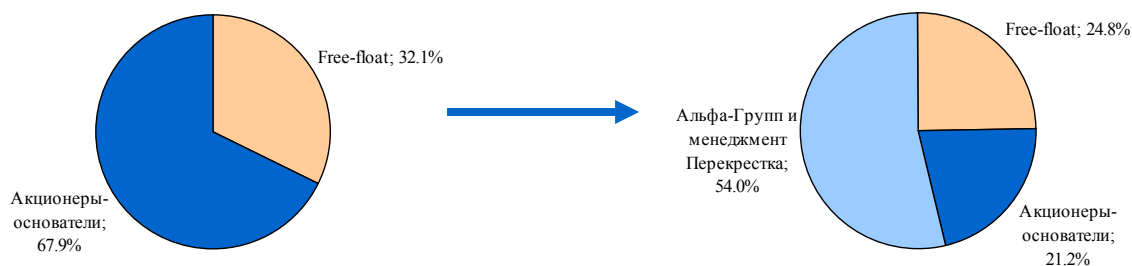
После того, как “Пятерочка” поглотит “Перекресток”, Альфа-Групп снова выкупит у Андрея Рогачева, Александра Гирды, Игоря Видяева и Татьяны Франус 54% (с учетом переданных 29,2% акций допэмиссии) акций уже укрупненной компании за 1178 млн. долл. В данном случае цена выкупа составит 20,26 долл. за 1 ГДР Пятерочки. То есть формально Альфа-Групп дает премию в размере 20,4% к цене последнего дня торгов до объявления о слиянии, хотя за вычетом 300 млн. долл., уплаченных за присоединение к Пятерочке Перекрестка, цена сделки в расчете на 1 ГДР снизится до 16,15 долл., а это уже дисконт к рыночной цене в 16%.

Еще 21,2% акций новой “Пятерочки” ее основатели оставят за собой, а оставшиеся 24,8% сохранятся у миноритарных акционеров, купивших акции на LSE. Причем пакет Альфа-Групп также не будет однородным. Часть из 54% - 21,9% - достанется акционеру Альфа-Групп Михаилу Фридману, председатель правления “Перекрестка” Александр Косьяненко получит 3,4%, а председатель совета директоров “Перекрестка” Лев Хасис – 1,8%.

Кроме того, Альфа-Групп получит опцион на покупку компании Formata Holding B.V., через которую нынешние акционеры “Пятерочки” контролируют сеть гипермаркетов “Карусель” в Санкт-Петербурге, Ленинградской области и Нижнем Новгороде.

Консультантами сделки выступили: в интересах “Пятерочки” – банк HSBC, в интересах акционеров-основателей “Пятерочки” – Morgan Stanley, в интересах Альфа-Групп – Credit Suisse.

По итогам сделки, изменения, произошедшие в структуре собственности компаний могут быть отражены на следующем рисунке:



**Рис. 2.3.2. Структура собственности по результатам сделки.**

Как уже отмечалось, подобная структура сделки вызвала большое количество вопросов у рыночных аналитиков. Подобное структурирование, по мнению автора, может быть объяснено, во-первых, тем, что у обеих компаний довольно высокое соотношение долговых обязательств к активам: у “Пятерочки” - 100%, у “Перекрестка” – 200%, и для того чтобы выкупить “Перекресток”, акционерам “Пятерочки” пришлось бы брать еще один кредит. Во-вторых, особенности сделки могут быть связаны с некоторой поспешностью сторон, которые торопились закрыть сделку до изменения голландского корпоративного законодательства, а именно, правил в отношении публичных компаний. Так, с мая 2006 года в Голландии для открытых компаний обязательно при сделках M&A предлагать миноритариям акции по цене не ниже сделки с контролирующими акционерами.

Банк HSBC направил наблюдательному совету Пятерочки письмо с заключением о том, что считает цену выкупа справедливой с финансовой точки зрения. Тем не менее, на рынке существует мнение, что договариваясь об условиях сделки, мажоритарные акционеры торговых сетей не учли интересов миноритарных акционеров Пятерочки. В частности, миноритарии и учредители (два физических лица) поставлены в неравные условия. Сделка ущемляет интересы миноритарных акционеров “Пятерочки” с точки зрения оценки стоимости компании для обмена акций с “Перекрестком”. Дополнительная эмиссия “Пятерочки” (объем которой составил 29,2% от общего количества обращающихся акций компании после дополнительной эмиссии) была оценена в 16,83

долл. за ГДР (67,32 долл. за акцию). При этом за 26,9% акций “Пятерочки”, которые Альфа-Групп выкупила у учредителей компании Андрея Рогачева и Александра Гирды для получения контроля (после сделки доля Альфа-Групп в объединенной компании составит 54%), была уплачена цена в 20,26 долл. за ГДР. По-видимому, премия, которую получают акционеры – учредители “Пятерочки”, является премией за контрольный пакет, необходимый Альфа-Групп. Однако, пакет акций, который Альфа-Групп получит в результате допэмиссии Пятерочки, является фактически аналогичным (27,1% против 26,9%), но для него не предполагается ни премии, ни даже равной цены). После продажи 100% акций “Перекрестка” по очень высокой стоимости Альфа-Групп не только получит контрольный пакет “Пятерочки”, но получит его очень дешево - по цене 15,97 долл. за ГДР “Пятерочки” (до объединения). При этом Альфа-Групп еще сэкономила на том, что стало ненужным выводить акции “Перекрестка” на IPO.

В целом, говоря о заключенной сделке, стоит особенно отметить грамотный подход менеджмента к ее организации. В частности, участниками еще до сделки был разработан не только подробный план интеграции, но и стратегия дальнейшего развития объединенной компании. Так, в качестве стратегических целей были приняты следующие ориентиры:

- Сохранение позиции лидера на российском рынке продуктового ритейла;
- Рост рентабельности объединенной компании;

В данной области компания планирует:

- Получить дополнительные выгоды от увеличения объема закупок (включая возможность увеличить долю прямого импорта) и продолжить оптимизацию числа поставщиков и ассортимента реализуемой через сети продукции;
  - Продолжить инвестирование в дистрибуцию и логистику в целях уменьшения запутанности цепочек поставок и увеличения количества доступного товара на складах;
  - Увеличить отдачу от реализации собственной продукции за счет увеличения лояльности клиентов и роста маржи;
  - Продолжить оптимизацию операционных затрат.
- Минимизация издержек слияния.

Как уже было сказано выше, достижение минимизации издержек слияния планируется за счет следующих факторов:

- В процессе интеграции компания не будет концентрироваться на получении краткосрочной экономии на издержках производства, в связи с чем процесс

интеграции будет происходить поступательно, без резких изменений в операционной деятельности.

- Бизнес-единицы сохраняют свою операционную самостоятельность и ответственность за операционную эффективность.

Способствовать достижению обозначенных целей должна новая управленческая структура компании. В частности, предполагается разделение функций между корпоративным центром и бизнес-единицами, представляющими собой по сути прежние сети “Пятерочка” и “Перекресток”. В частности в компетенцию корпоративного центра будет входить:

- Достижение прогнозируемых синергий за счет координации основных функциональных блоков компании (закупки, обмен лучшим опытом, развитие сетей);
- Перераспределение капитальных вложений;
- Вопросы, связанные с поиском источников финансирования, разработкой стратегии и проведением M&A-сделок.

У бизнес-единиц же, как уже отмечалось, сохранится самостоятельность в операционной деятельности, которая будет сопровождаться ответственностью за операционную рентабельность. Это позволит минимизировать нарушения в работе конкретных магазинов в связи со слиянием.

При слиянии компании рассчитывали получить целый ряд дополнительных синергетических выгод:

- Ожидаемая экономия на закупках должна составить примерно 85 млн. долл. к 2008 году;
- Ограниченное негативное влияние слияния на нормальное функционирование бизнес-систем компаний и низкие издержки на интеграцию;
- Снижение централизованных управленческих издержек.

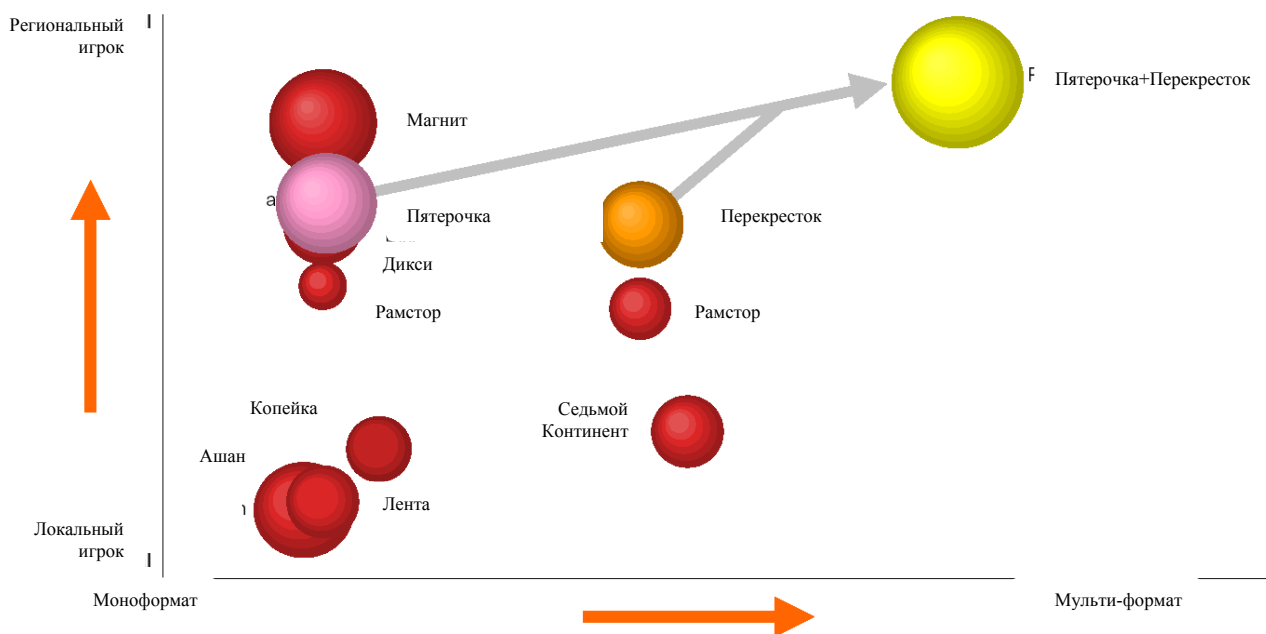
Если рассматривать более конкретные потенциальные источники синергии, то компании ожидают существенного эффекта от слияния, который проявится в укрупнении и создании предпосылок для более быстрого роста с большей рентабельностью. В частности:

- Деятельность в мульти-формате позволит расширить возможности компаний по дальнейшей экспансии;

Так, например, многие потенциальные цели в регионах часто работают в мульти-формате, в связи с чем владеют торговыми объектами, которые раньше не подходили или “Пятерочке”, или “Перекрестку”. Также изменение формата позволит наладить работу с застройщиками, которые раньше были ориентированы на строительство объектов под различный формат торговли.

- Устранение конкуренции между двумя сетями и обмен информацией о потенциальных возможностях на рынке;
- Повышение эффективности инвестирования в логистику и ИТ;
- Использование лучшей практики ведения бизнеса;
- Ведущие позиции на рынке будут способствовать привлечению наиболее квалифицированного управленческого персонала, что приведет к дальнейшему росту;
- Работа в мульти-формате позволит быстро адаптировать бизнес-модель к любым изменениям в потребительских предпочтениях и демографическим тенденциям;
- Возможность осуществлять инвестиции в объекты, работающие в наиболее востребованном в каждой конкретной области формате.

Положение компании после сделки в разрезе количества форматов и регионов присутствия можно представить на следующем рисунке:



**Рис. 2.3.3. Позиционирование объединенной компании после сделки<sup>46</sup>.**

<sup>46</sup> Стратегическая презентация компании

Обобщая все выше сказанное, все преимущества и недостатки сделки на момент ее осуществления можно свести в следующем SWOT-анализе сделки.

Таблица 2.3.1.

**Матрица SWOT-анализа сделки.**

<p><b>Сильные стороны:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Крупнейший оператор</li> <li>• Высокая рентабельность объединенной компании</li> <li>• Сильные акционеры, высокая вероятность поддержки</li> <li>• Расширение регионального присутствия</li> </ul>	<p><b>Слабые стороны:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Возросший уровень долга</li> <li>• Отсутствие единой системы управления</li> </ul>
<p><b>Возможности:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Снижение закупочных цен за счет согласованной политики, объединения логистики</li> <li>• Возможности для расширения после перехода в мульти-формат</li> </ul>	<p><b>Угрозы:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост расходов, связанных с интеграцией</li> <li>• Понижение кредитных рейтингов</li> </ul>

С момента заключения сделки прошло немногим более года и сейчас еще рано давать какие-либо оценки, однако, уже сейчас можно подвести некоторые промежуточные итоги по сделке и процессу интеграции на данный момент. В частности, можно соотнести заявленные краткосрочные цели объединенной компании и реально достигнутые результаты. Результаты деятельности компании можно представить в следующей таблице.

Таблица 2.2.1.

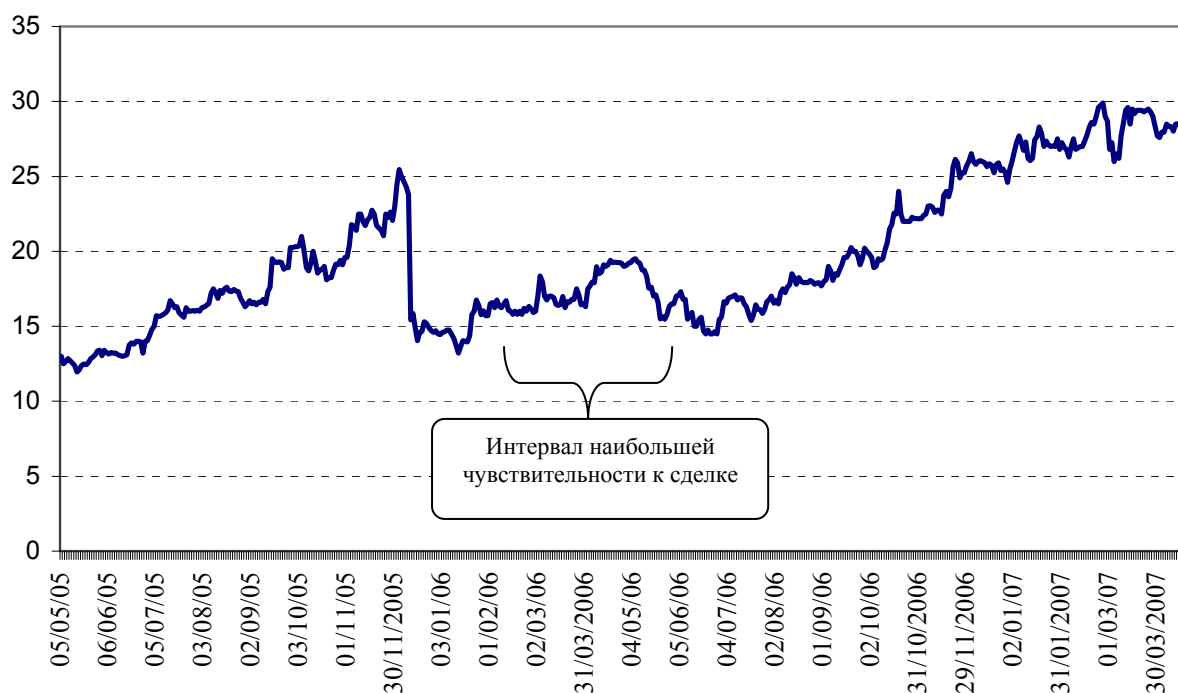
**Заявленные цели и достигнутые результаты.**

Заявленные цели при слиянии	Достигнутые результаты
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Поддержание лидирующих позиций на рынке российского продуктового ритейла</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• X5 Retail Group остается лидером рынка: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Рост продаж компании за 1 пол. 2006 г. составил 10%;</li> <li>➢ В 1 полугодии компания открыла 59 новых магазинов.</li> </ul> </li> <li>• X5 Retail Group совместно с внешними консультантами начала выработку долгосрочной стратегии деятельности</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Увеличение рентабельности объединенной компании: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Получение эффекта масштаба от закупок;</li> <li>➢ Оптимизация ассортимента продукции;</li> <li>➢ Инвестирование в дистрибуцию и логистику;</li> <li>➢ Увеличение выручки от продажи собственной продукции;</li> <li>➢ Снижение операционных затрат</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Слияние компаний уже начало оказывать положительное влияние на эффективность операционной деятельности: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ За 1 пол. 2006 г. валовая маржа компании увеличилась на 200 б.п. до 26,6%;</li> <li>➢ Начал действовать единый центр, координирующий закупки;</li> <li>➢ Началась фаза I строительства складского терминала под Подольском, размер которого составит 30 тыс. кв. м.</li> <li>➢ Выручка от реализации собственной продукции составляет 6,6% от объема продаж.</li> </ul> </li> </ul>



<ul style="list-style-type: none"> <li>• Снижение издержек слияния и обеспечение плавной интеграции компаний: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Минимизация изменений в текущей операционной деятельности в краткосрочной перспективе;</li> <li>➢ Сохранение высокой динамики роста бизнес-единиц за счет сохранения их самостоятельности на операционном уровне;</li> <li>➢ Ответственность за операционную эффективность остается на линейных подразделениях.</li> </ul> </li> <li>• Осторожное изменение деятельности ключевых функциональных подразделений – продажи, закупки, логистики;</li> <li>• Быстрая интеграция и оптимизация деятельности бэк-офиса.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Все еще сохраняется определенная децентрализация. Тем не менее, на ряд ключевых позиций уже были привлечены менеджеры с большим опытом работы. <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Большинство ключевых позиций уже занято, оставшиеся назначения будут объявлены в ближайшее время;</li> <li>➢ В частности уже назначены новый коммерческий директор, СЮ, директор по M&amp;A и новый CEO группы;</li> <li>➢ Все финансовые операции сконцентрированы у нового CFO группы.</li> </ul> </li> </ul>
---	--

Также своеобразным индикатором эффективности сделки может быть поведение акций (ГДР) Пятерочки до сделки, сразу после ее объявления и через год после.



**Рис. 2.3.1. Котировки ГДР Pyaterochka Holding на LSE<sup>47</sup>**

Для анализа динамики котировок ГДР, воспользуемся подходом, описанным в параграфе 2.2. на примере Михайловского ГОКа. Исходя из этого, временной интервал, на котором новость о слиянии оказывает наибольшее влияние – с 02 марта по 4 мая 2006 года.

<sup>47</sup> Bloomberg

Начнем с рассмотрения резкого падения котировок “Пятерочки” в декабре 2005 года, когда стало ясно, что компании не удастся выполнить свои планы. В результате ГДРы обвалились более чем на 40% - с 25 до 15 долл. После резкого падения начался постепенный рост котировок, который продолжился до середины мая 2006 года. На первый взгляд может показаться, что начавшийся с февраля рост был следствием появления на рынке информации о возможном приобретении Пятерочки со стороны Альфа-Групп. Тем не менее, это было бы неверным. Во-первых, в декабре налицо был ГЭП, который, по правилам технического анализа, в большинстве случаев отыгрывается на 20-40% - таким образом даже без сделки можно было бы ожидать роста акций до уровня 17-19 долл. за ГДР. Помимо этого, декабрьское падение было столь резким, что котировки оказались ниже справедливой стоимости, которую давали аналитики различных инвестиционных банков. Так, например, в отчете от 3 февраля аналитики ИК Тройки Диалог оценивали справедливую стоимость в 20,15 долл, давая тем самым апсайд более чем в 20% по сравнению с их ценой на тот момент (16.5 долл.)

Непосредственное же влияние сделки, на наш взгляд, проявилось только с середины апреля, когда рынок, узнав о премии со стороны Альфа-Групп в 20% резко пошел вверх. Тем не менее, рост продолжался всего несколько дней, а затем перешел в боковой flat, который завершился столь же резким падением до ценового диапазона перед объявлением. Данное падение, на наш взгляд, может быть объяснено тем, что мелкие игроки осознали, что в действительности премию получают лишь крупные акционеры, а интересы миноритариев в сделке фактически учтены не были. Также причиной отрицательной реакции рынка на сделку было то, что стоимость предложения оказались ниже справедливых оценок инвестбанков – напомним, что цена в сделке составляла 20.26 долл. за ГДР, что даже без корректировок на выплату 300 млн. долл. наличными (а в этом случае цена опускалась уже до 16.15 долл.) была ниже февральских оценок Тройки Диалог.

Тем не менее, после завершения традиционно низкого летнего сезона и высокой качественной оценки процесса интеграции и утвержденной стратегии фирмы со стороны аналитиков, котировки снова пошли вверх, достигнув в конце сентября уровня апреля-мая.

При этом рынок не остановился на достигнутом уровне, а, позитивно оценивая проходящую интеграцию и предварительные результаты, отразившиеся на повышении рентабельности, пошел вверх, и сейчас котировки ГДР находятся уже на принципиально другом уровне – 27-30 долл. Таким образом, доходность ГДР с момента объявления о сделке(т. е. уже более чем за год) составила почти 80%., а по сравнению с пиковыми

значениями конца ноября 2005 года – 16,5%. Если же инвестор вложился в ГДРы в самой нижней точке после декабрьского обвала – его доходность составила бы 125%. В целом, мы можем видеть, что, несмотря на действие различных факторов, которые трудно вычленить, слияние двух компаний и последующий эффективно организованный процесс их интеграции оказали положительное влияние на рыночную стоимость компании.

Особо стоит отметить, что, несмотря на уже реализованный апсайд, аналитики по-прежнему оценивают перспективы роста котировок как крайне высокие, указывая на имеющуюся недооцененность “Пятерочки”. Так, по оценкам аналитиков Тройки Диалог, отчету от 7 марта 2007 года, справедливая стоимость ГДР с учетом перспектив еще не реализованных синергий составляет 40,25 долл.

**Обобщая все выше сказанное по сделке, можно выделить следующие ключевые моменты:**

- По итогам сделки был создан новый лидер отечественного быстрорастущего сегмента продуктового ритейла
- Новая компания является широко диверсифицированной с широким территориальным присутствием, которая занимает лидирующие позиции на ключевых рынках Москвы и Санкт-Петербурга и имеет сильные позиции для активной экспансии в регионы
- Мульти-формат компании совместно с возможностью ускоренного роста позволяет прогнозировать выручку объединенной компании на уровне 6 млрд. долл. к 2008 году
- Высокий потенциал получения существенных синергетических выгод
- Было проведено объединение двух сильных управленческих команд
- Эффективность сделки была высоко оценена рынком, что отразилось на уверенном росте биржевых котировок, который не прекращается с июля прошлого года
- Альфа-групп стала основным акционером Пятерочки, что будет способствовать долгосрочному развитию укрупненной компании.

### **3. Построение схемы эффективного структурирования сделок**

#### **3.1. Интеграция M&A-сделок в корпоративную стратегию повышения стоимости бизнеса**

Как показывает международная практика<sup>48</sup>, большинство компаний, успешно действующих на рынке M&A, обычно воспринимают слияния и поглощения скорее как инструмент, обеспечивающий поддержку корпоративной стратегии, а не как саму стратегию.

Тем не менее, многие компании действуют так, словно поглощения — это их стратегия роста. Они совершают одну покупку за другой ради общего роста, при этом весьма смутно представляя себе, каким образом обеспечить рост после того, как завершится объединение и они получают все возможные синергетические эффекты, — четкого плана на этот счет у них нет. Приобретение другого бизнеса может оказаться очень эффективной мерой наращивания стоимости в краткосрочном периоде, однако компании, которые ставят только на поглощения, неизбежно начинают буксовать, когда пригодных для поглощения активов, обещающих увеличение стоимости, становится все меньше. Инвесторы сразу же чувствуют, что компания исчерпала потенциал роста за счет поглощений: после этого курс ее акций “провисает”, отражая предполагаемое замедление роста.

Большинство компаний, изученных McKinsey, перечисляя цели, ради которых они проводят поглощения, называли в том числе наращивание возможностей, географическую экспансию и “приобретение” роста, то есть говорили то, что обычно и говорят в подобных случаях. Но они подчеркивали, что слияния и поглощения — не самодостаточная стратегия, а лишь инструмент, позволяющий заполнить пробелы в стратегии (например, диверсифицировать активы или расширить географию присутствия), которые только за счет органического роста столь же эффективно не устранить.

Несмотря на сказанное выше, не стоит принижать роль поглощений в общей стратегии компании. При правильном подходе они оказываются неотъемлемым компонентом стратегии роста большой компании: как показывают результаты последних исследований, долгосрочный рост многих крупных компаний более чем на треть происходит именно за счет поглощений<sup>49</sup>. Однако эти сделки следует рассматривать в контексте общей корпоративной стратегии.

---

<sup>48</sup> На основе исследования компании McKinsey, опубликованного в McKinsey on Finance. – 2006. - №14

<sup>49</sup> Там же; данный вывод основан на анализе 50 телекоммуникационных, энергетических и высокотехнологических компаний.

Соответственно далее мы остановимся на наиболее эффективных стратегиях создания стоимости в процессе М&А и подходах к выбору потенциальных объектов, приобретение которых будет в наибольшей степени соответствовать выработанной стратегии.

В параграфе 1.1. нами были подробно рассмотрены как разумные, так и сомнительные мотивы, которые часто используются на практике. Тем не менее, разрабатывать стратегию в области М&А, по нашему мнению, следует с определения источников создания стоимости.

Автор полагает, что в результате приобретений новых компаний возможно выделить только **3 принципиальных источника дополнительной стоимости**, а все остальные возможные мотивы будут являться лишь их конкретизацией или же вообще не приведут к созданию стоимости.

1. Финансовый арбитраж (недооцененность) – т. е. приобретение актива по стоимости ниже его внутренней (т. е. ниже той, которая может быть сгенерирована объектом – цена покупки ниже приведенной стоимости денежных потоков);

2. Реорганизация деятельности текущих бизнес-процессов в приобретаемой компании с целью их вывода на принципиально новый качественный уровень;

3. Синергетический эффект.

**Начнем с приобретения недооцененных фирм.** Фирмы, являющиеся недооцененными на финансовых рынках, могут быть целью приобретения для тех, кто осознает эту ошибку в определении цены. В этом случае покупатель в качестве излишка может получить разницу между внутренней стоимостью и ценой покупки. Однако для того, чтобы эта стратегия сработала, необходимо одновременное выполнение сразу трех условий:

1. *Способность найти фирмы, продающиеся ниже своей действительной стоимости.* Эта способность требует либо доступа к лучшей информации, чем та, что доступна инвесторам на рынке, либо лучших аналитических инструментов, чем те, что используются другими участниками.

2. *Доступ к средствам, необходимым для доведения приобретения до завершения.* Знание о недооценке фирмы не обязательно предполагает наличие легко доступного капитала для осуществления приобретения. Доступ к капиталу зависит от размера покупателя (крупные фирмы будут иметь больший доступ к рынкам капитала и внутренним фондам, чем более мелкие фирмы или индивиды) и от

послужного списка покупателя, поскольку история успехов в выявлении и приобретении недооцененных фирм облегчает последующие приобретения.

3. *Навыки в проведении сделок.* Если покупатель в процессе приобретения будет способствовать увеличению курса акций до и сверх уровня оценочной (расчетной) стоимости, то приобретение не обеспечит никакого прироста стоимости.

Пусть, например, оценочная стоимость компании составляет 100 млн. долл., а ее текущая рыночная цена равна 75 млн. долл. Для того, чтобы приобрести эту фирму, покупатель должен заплатить премию. Если эта премия превысит 33% от рыночной цены, то цена превзойдет оценочную стоимость, и приобретение не создаст никакой стоимости для покупателя.

Хотя стратегия покупки недооцененных фирм во многом основана на интуиции, она особенно разочаровывает, когда публичные фирмы приобретаются на умеренно эффективных рынках, где премии уплачиваемые сверх рыночных цен, могут быстро уничтожить оценочный излишек. Эта разница будет выше на менее эффективных рынках или в случае приобретения частных фирм.

Теперь рассмотрим **стратегию приобретения плохо управляемых фирм**. Она основана на том, что часто фирмы управляются не оптимальным образом и покупатели полагают, что смогут ими управлять лучше, чем существующие менеджеры. Соответственно приобретение плохо управляемых фирм и смена существующего менеджмента или, по крайней мере, изменение существующей политики или практики управления может способствовать созданию дополнительной стоимости даже без проведения интеграции двух бизнесов. Самым простым примером создания стоимости может быть приобретение компании с неоптимальным долговым рычагом и его последующая оптимизация, что приведет к снижению справедливого размера средневзвешенной стоимости капитала и увеличит дисконтированный денежный поток компании

Для успешной реализации подобной стратегии необходимо соблюдение нескольких моментов.

Во-первых, плохое функционирование приобретаемой фирмы должно быть связано с существующим менеджментом и практикой управления, а не с фундаментальными факторами рыночной и отраслевой конъюнктуры, которые не находятся под контролем и не зависят от текущего менеджмента.

Вслед за приобретением и сменой руководства должны последовать конкретные действия, направленные на повышение стоимости, такие как увеличение денежных

потоков от существующих активов, увеличение ожидаемых темпов роста и периода быстрого роста или же снижение стоимости капитала для фирмы.

В-третьих, цена приобретения должна отражать текущую стоимость компании при текущем неоптимальном управлении. Если же цель будет оценена исходя из возможной оптимизации, то создание стоимости через проведение реорганизации станет невозможным.

Наконец, что касается стратегии, **направленной на достижение эффекта синергии**. Говоря о наиболее распространенных мотивах, мы уже касались большинства из них. Здесь же мы попробуем их рассмотреть с позиции интеграции в стратегию создания стоимости.

Итак, все синергии можно условно разделить на **операционную** и **финансовую**.

Начнем с операционной синергии. В большинстве случаев она может быть получена за счет реализации 2-х стратегий: создание одного из крупнейших игроков в своей отрасли для получения **эффекта масштаба** (экономии на масштабах) или же путем **достижения определенных конкурентных преимуществ**, недоступных для других игроков, что позволит повысить эффективность деятельности компании.

Первый эффект является достаточно понятным – две фирмы объединяются для снижения общих затрат за счет ликвидации дублирующих подразделений (например, дирекции, финансовых отделов, бухгалтерии и т.д.), оптимизации логистики, ИТ, консолидации закупок и др. Что касается конкретных показателей деятельности фирмы, то эффект масштаба отражается, главным образом на *снижении удельных затрат* на единицу выпускаемой продукции, в результате чего *увеличивается валовая маржа* и в конечном итоге растет чистая прибыль. При этом также возможны случаи и с ростом выручки (например, когда компания за счет поглощений начинает занимать монополистическое положение на рынке, за счет чего может увеличивать цену за единицу продукции), однако подобные варианты на развитых рынках практически невозможны из-за противодействия антимонопольных органов.

Что касается конкурентных преимуществ, то как раз они и влияют на дополнительный рост выручки (денежного потока). Во-первых, подобный эффект может быть достигнут за счет **приобретения меньших по размеру конкурентов**, которые, в отличие от покупателя, не имеют собственных налаженных каналов сбыта, что, при возможно таком же качестве выпускаемой продукции, вынуждает их продавать ее дистрибуторам по заниженным ценам; аналогичным является приобретение фирмой с большими маркетинговыми навыками компании с хорошей предметно-производственной

специализацией. С другой стороны, приобретаемая компания может позволить **более эффективно загрузить имеющиеся производственные мощности**. Наконец, слияние может способствовать ускоренному росту на новых или существующих рынках (**стратегия выхода на новые рынки**) – например, когда крупная корпорация, имеющая большой опыт и производственные возможности выходит на новые развивающиеся рынки за счет приобретения фирм, закрепившуюся дистрибьюторскую сеть и узнаваемый бренд, которые могут быть использованы для роста продаж своей продукции. В описанных случаях синергия проявляется в увеличении отдачи на инвестированный капитал (ROIC), темпов роста и периода быстрого роста.

Финансовая синергия наиболее эффективно может проявляться в основном в двух направлениях – увеличении возможности по **финансированию новых проектов** и в **экономии на налогах**.

Источники возможностей для новых проектов также могут быть различны: с одной стороны, покупатель может использовать **стратегию приобретения небольших инновационных фирм** с большим количеством потенциальных разработок, но с недостатком финансирования. С другой стороны, при слиянии двух практически равных фирм, они могут получить доступ к финансированию принципиально новых по масштабам проектов, которые до этого были слишком велики для каждой из компаний – например, в нефтяной отрасли наиболее рентабельными являются крупнейшие месторождения, разработка которых под силу лишь крупнейшим корпорациям. В обоих случаях эффект синергии будет равен NPV проектов, реализация которых была недоступна до слияния.

Экономия на налогах в большинстве случаев достигается за счет переноса убытков приобретаемой компании, что помогает снизить налогооблагаемую базу компании до слияния – так называемая **стратегия торговли убытками**. Данный эффект непосредственно снижает налог на прибыль (эффективную ставку налога на прибыль). Впрочем, возможны и более экзотические случаи, когда налогооблагаемая база снижается за счет роста удельного веса амортизации.

Обобщая вышесказанное, **покупателю можно рекомендовать использовать следующую схему реализации стратегии<sup>50</sup> через M&A:**

1. **Самооценка.** В первую очередь, компания должна проанализировать собственное положение, определяя свои навыки, за счет которых можно создать стоимость в

---

<sup>50</sup> Просьба не путать непосредственно с схемой проведения сделки, которая включает конкретные технические действия по приобретению бизнеса.



поглощаемых компаниях, оценить возможности для создания синергетических эффектов. Например, в развитых странах компания, как правило, не берет на себя риск поглотить предприятие в той сфере бизнеса, в которой она недостаточно компетентна или не может привлечь профессиональных менеджеров. По результатам самооценки формируются критерии для отбора кандидатов на поглощение.

2. **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 (с определенными поправками по этим же пунктам анализируются и активы, уже находящиеся в собственности компании на предмет их продажи).
3. **Составление предварительного списка возможных кандидатов на слияние или поглощение.** Сопоставление собственных ожиданий от слияния и параметров кандидатов — таких как операционные характеристики, структура собственности, финансовые показатели — позволяет определить наиболее привлекательных из них. В успешных поглощениях, как правило, приобретается не лидер отрасли и не самая отсталая, а вторая или третья по показателям эффективности компания. Объясняется это тем, что за лучшую компанию приходится очень дорого платить, а слишком отсталую, пусть и недорогую компанию редко удастся превратить в высокоэффективное предприятие.
4. При рассмотрении конкретных кандидатов, в первую очередь следует начинать с **финансовой оценки их бизнеса как самостоятельно действующего.** В частности на этом этапе проводится оценка стоимости поглощаемой компании с применением внутренних (дисконтированные денежные потоки без учета синергетических эффектов) и внешних показателей (рыночные оценки, прецеденты аналогичных сделок и т.д.).
5. Затем следует **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. Определяя возможности для реструктуризации, покупатели часто сравнивают поглощаемую компанию с лидерами отрасли. Важно помнить, что слияние или поглощение всегда означает перемены в обеих компаниях — как поглощенной, так

и поглощаемой, — и их можно с выгодой использовать для проведения преобразований.

6. **Определение возможностей для создания синергий.** 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, трансфера технологий и т.п. На практике компании часто переоценивают возможности создания синергетических эффектов и в результате сделки не создают стоимости. Сопоставление собственных навыков и собранной информации о кандидатах позволяет определить конкретные источники синергетических эффектов, вероятность и стоимость их достижения.

Таким образом, как мы видим, **необходимо увязывать принятую на вооружение стратегию создания стоимости через М&А с конкретными действиями по ее реализации и критериями отбора целевых компаний.**

Хорошим примером интеграции сделок М&А в общекорпоративную стратегию развития и выработки единых критериев для выбора потенциальных целей является компания Kaydon – крупный американский диверсифицированный производитель инженерного оборудования и деталей и узлов для машиностроительной отрасли. В своем развитии компания делает упор на М&А, что отражено практически во всех публичных документах – начиная от стратегических презентаций и заканчивая публикуемой отчетностью по ГААП США в разделе ”планы будущего развития”.

За счет сделок М&А компания растет как в уже занимаемых сегментах (преимущественно за счет приобретения меньших по размеру региональных компаний), так и в новых областях, диверсифицируя свой бизнес путем приобретения небольших высокотехнологичных производств и их развития до уровня лидеров в своих сегментах. Эффективность подобной политики во многом зависит от стандартизации критериев выбора потенциальных целей. В частности, в Kaydon выработаны следующие подходы:

- Ясный перспективный рынок (для выхода в абсолютно новую сферу) или позиция лидера в уже сформировавшемся сегменте;
- Перспективы роста выше, чем в среднем по рынку;
- Маржа по ЕВІТ не ниже 15-20%, что в среднем соответствует долгосрочной планируемой рентабельности самой Kaydon и превышает ее средневзвешенную стоимость капитала;
- Свободный денежный поток выше, чем в среднем по отрасли;

- Сделка окажет положительный эффект на прибыль компании и ее свободный денежный поток после вычета всех необходимых издержек слияния и стоимости использованных для сделки средств.
- Хорошо зарекомендовавшая себя команда менеджеров с большим опытом.

Помимо указанных выше критериев, компания по-разному подходит к выбору фирм в сегментах, где она уже присутствует и к целям в новых перспективных отраслях. В обоих случаях компания стремится, чтобы характеристики целей полностью соответствовали ее долгосрочной стратегии. При этом, в случае приобретения цели в уже занимаемых сегментах, для компании не является принципиальным размер цели, структурирование сделки может быть осуществлено как в форме приобретения активов, так и всего бизнеса. С другой стороны, для Kaydon является важным сходство производимой продукции, что облегчит в дальнейшем интеграцию компаний, а также географическая близость приобретаемой цели, что позволит минимизировать транспортные издержки или получить эффект синергии.

В случае же с приобретением бизнеса в новых секторах, дополнительными критериями будут схожесть бизнес-моделей, а не выпускаемой продукции и размер компании в 30-150 млн. долл. по объему выручки.

Итак, когда фирма выработала целостную стратегию в области M&A и определила конкретные основания для своей программы приобретения, она должна найти подходящую целевую фирму. После того как мы рассмотрели различные варианты стратегий, направленных на создание стоимости и конкретный пример активного использования M&A для реализации корпоративной стратегии, **постараемся выработать подходы и критерии для определения целевых фирм.**

Если мотив приобретения связан с недооценкой, то целевая фирма должна быть недооцененной. Как будут определяться такие фирмы, зависит от подхода к оценке и используемой модели. На практике, когда фирма задается задачей найти недооцененный актив для приобретения, в первую очередь используется нетрудоемкий сравнительный подход путем определения средних отраслевых мультипликаторов и поиска компаний, имеющих показатели ниже средних. Так, например, банк со значением мультипликатора “цена/балансовая стоимость” = 1,2 выглядит недооцененным, если другие банки имеют те же значения фундаментальных переменных (например, в структуре выданных кредитов также преобладают потребительские кредиты), но продаются при значительно более высоких мультипликаторах “цена/балансовая стоимость”. При этом в качестве критерия

недооцененности обычно выбирается дифференциал между средним значением и мультипликаторами компании примерно в 15-20%

После выбора определенного круга предположительно недооцененных компаний стоит начинать предварительные контакты, целью которых должно быть получение необходимой информации для использования доходного подхода. При этом автор рекомендует сначала не афишировать свой интерес непосредственно к приобретению, а позиционировать сделку как возможный альянс или совместное предприятие. Соответственно, по результатам такого переговорного процесса покупателю скорее всего удастся получить информацию только для “наколенного” DCFa. При использовании оценки по дисконтированным денежным потокам, недооцененные активы будут характеризоваться тем, что они продаются по цене, которая значительно ниже расчетной стоимости дисконтированных денежных потоков. Только в случае, если и данный подход даст положительный результат, то есть выявит недооцененность, уже можно полностью “раскрывать” карты, подписывать NDA<sup>51</sup> и начинать процесс due diligence, по результатам которого можно будет построить окончательную детальную DCF-модель, которая и должна окончательно подтвердить или опровергнуть выдвинутое предположение о фундаментальной недооцененности потенциальной цели и дать ценовой ориентир для выдвижения конкурентного предложения<sup>52</sup>.

Если мотивом приобретений является диверсификация, то наиболее вероятные целевые фирмы будут относиться к тем сферам бизнеса, которые не связаны и не коррелируют с бизнесом приобретающей фирмы. Так, для того, чтобы циклическая фирма могла получить наиболее полную выгоду от диверсификации, она должна стараться приобретать противофазные циклические или, по крайней мере, нециклические фирмы.

Если мотивом приобретения является операционная синергия, то типичные целевые фирмы будут различаться в зависимости от источника синергии. Так, например, если им является экономия от масштаба, то целевая фирма должна находиться в той же сфере бизнеса, что и покупатель и иметь пересекающиеся функциональные подразделения, работу которых можно будет совместить. Для функциональной же синергии целевая фирма должна быть более сильной в тех областях, где покупатель проявляет слабость.

При финансовой синергии выбор целевой компании будет отражать вероятный источник синергии. Если мотив – увеличение долговой способности, то это будет рискованная фирма с ограниченной долговой способностью или полным отсутствием

---

<sup>51</sup> Non-Disclosure Agreement – соглашение о неразглашении

<sup>52</sup> Binding offer

таковой. Если же мотивом является выигрыш на налогах, то это будет фирма с крупными нераспределенными убытками прошлых лет.

Если мотив слияния – контроль и последующая реструктуризация приобретаемой компании с целью повышения ее стоимости, то целевой фирмой будет плохо управляемая фирма в отрасли, где присутствует значительный потенциал избыточных доходов. Кроме того, ее акции будут сильно рассеяны между акционерами (облегчая осуществление враждебного предложения), а ее текущая рыночная цена будет отражать ее низкую эффективность и в перспективе бедственное положение при текущем менеджменте.

Наконец необходимо остановиться еще на одном мотиве, который присутствует в абсолютном большинстве out-in сделок – выход на рынок в новом регионе/стране. В этом случае компания-цель должна действовать в определенном достаточно узком сегменте определенной отрасли (например, банковский ритейл), при этом входить в число лидеров в своем регионе или иметь высокий потенциал для того, чтобы быть использованной в качестве “якорной” фирмы, т. е. в качестве базы для дальнейшей экспансии в регионе с учетом финансовой поддержки материнской компании.

Формализованно свойства целевой фирмы при заданном мотиве приобретения можно представить в следующей таблице.

**Таблица 3.1.1.**

**Критерии выбора целевой фирмы.**

<b>Мотив</b>	<b>Свойства целевой фирмы</b>
Недооценка	Продается по цене ниже расчетной стоимости.
Диверсификация	Функционирует в сфере бизнеса, отличной от бизнеса приобретающей фирмы
Операционная синергия	Обладает свойствами, порождающими операционную синергию: <i>Экономия издержек</i> - бизнес обеспечивает экономию на масштабах. <i>Ускоренный рост</i> - обладает потенциалом проникновения на новые рынки или расширения существующих рынков.
Финансовая синергия	Обладает свойствами, порождающими финансовую синергию: <i>Экономия на налогах</i> - обеспечивает покупателю выигрыш на налогах за счет возможности переноса убытков и неиспользуемых налоговых преференций. <i>Долговая способность</i> - отсутствует способность заимствовать или платить высокие процентные ставки. <i>Недостаток денежных средств</i> - имеет крупные проекты при отсутствии средств для их реализации.
Контроль и реорганизация	Плохо управляемая фирма, имеющая перспективы повышения своей эффективности за счет лучшего менеджмента.
Выход на новые рынки	Компания ведет свою деятельность в интересующем регионе и занимает уверенные позиции на рынке.

В заключение, прежде чем переходить к следующему параграфу, хотелось бы отметить еще два момента. Во-первых, зачастую компании выбирают целевую фирму и мотив одновременно, а не последовательно. Это ничего не меняет в анализе этих разделов. Во-вторых, компании часто имеют более одного мотива приобретения (чаще всего контроль и синергию). Если дело обстоит подобным образом, то поиск целевой фирмы должен определяться доминирующим фактором. Например, если покупатель является типичным стратегом, желающим непременно интегрировать обе компании, то определяющим будет синергия, и поиск должен вестись по соответствующим ей критериям; в случае же, если покупатель действует по стратегии фонда Private Equity или LBO-фонда, то определяющими будут признаки компании, пригодной для реструктуризации после получения контроля.

В целом, обобщая все вышесказанное о возможных стратегиях, принципах их разработки и подборе в наибольшей степени соответствующих им целей, следует отметить, что, несмотря на разнообразие механизмов создания стоимости, все слияния и поглощения объединяет одно — необходимость эффективнее других извлекать стоимость из полученного актива. Сделать это удастся при условии, что сделка совершается в рамках общей корпоративной стратегии - это позволяет максимально полно задействовать имеющиеся в компании активы и навыки. В то же время международный опыт показывает, что наиболее результативные компании не формулируют стратегию создания стоимости в слияниях и поглощениях раз и навсегда, а пересматривают ее в зависимости от стадии жизненного цикла компании.

### 3.2. Определение приемлемой цены приобретаемой компании

В предыдущих параграфах нами неоднократно поднимался вопрос об оценке приобретаемой компании. Здесь мы попытаемся свести воедино все вышесказанное и выработать механизм структурирования финальной оценки, позволяющий избежать переоценки приобретаемого актива, а, как следствие, снизить вероятность разрушения стоимости после сделки.

Итак, в параграфе 1.2. были рассмотрены основные подходы к оценке бизнеса и возможность их использования при М&А. В целом данные подходы являются вполне объективными и позволяют с той или иной степенью точности определить **справедливую стоимость**<sup>53</sup> приобретаемой компании. Тем не менее результаты подобной оценки очень редко выступают в качестве итоговых для целей М &А, в большинстве случаев подвергаясь определенной корректировке. В частности в большинстве случаев для определения стоимости используется следующий подход:

$$DV = EV*d + Premium \quad (9)$$

где DV (deal value) – сумма, уплаченная по сделке

EV (enterprise value) – справедливая (внутренняя) стоимость компании, рассчитанная путем взвешивания стоимости, полученной при использовании 3-х подходов к оценке. В случае с публичной компанией,  $EV = MCap + Debt$  (=Рыночная капитализация + Чистый долг)

d – доля, приобретаемая в компании (в случае приобретения 100% акций d=1)

Premium – премия, уплаченная в сделке.

Так как DV по сути является стоимостью, которая переходит от покупателя к продавцу, то задача структурирования сделки с точки зрения оценки должна сводиться к ее минимизации.

Как видно из приведенной выше формулы, сумма, уплаченная за приобретаемое предприятие, является функцией трех величин. При этом доля в бизнесе является величиной заданной и определяется покупателями. Внутренняя же стоимость также потенциально является величиной заданной и может варьироваться только в зависимости от взглядов на перспективы приобретаемого бизнеса (темпы его роста, маржу и другие ключевые драйверы стоимости). Вместе с тем, если мы говорим о публичных компаниях-целях, то как правило по ним уже осуществляется аналитическое покрытие теми или иными инвестиционными банками, в связи с чем инвестиционному сообществу уже известен консенсус-прогноз аналитиков по основным параметрам, определяющим

---

<sup>53</sup> Сразу оговоримся, что в термин справедливая стоимость в работе используется в дефиниции оценочных дисциплин и обозначает сумму дисконтированных денежных потоков, которая может быть получена от основной деятельности компании, а не в трактовке МСФО, где она равняется справедливой стоимости чистых активов и приближена к значению ликвидационной стоимости.

стоимость бизнеса, в связи с чем рынок, а вместе с ним и действующие владельцы компании-цели) уже имеют представление о справедливой стоимости компании.

Таким образом, единственным элементом стоимости, который будет определяться во время проведения сделки, является уплачиваемая премия. Соответственно далее в этом параграфе речь пойдет о том, как покупателю правильно определить размер максимально возможной к уплате премии, выплата которой не приведет к разрушению текущего богатства акционеров покупателя.

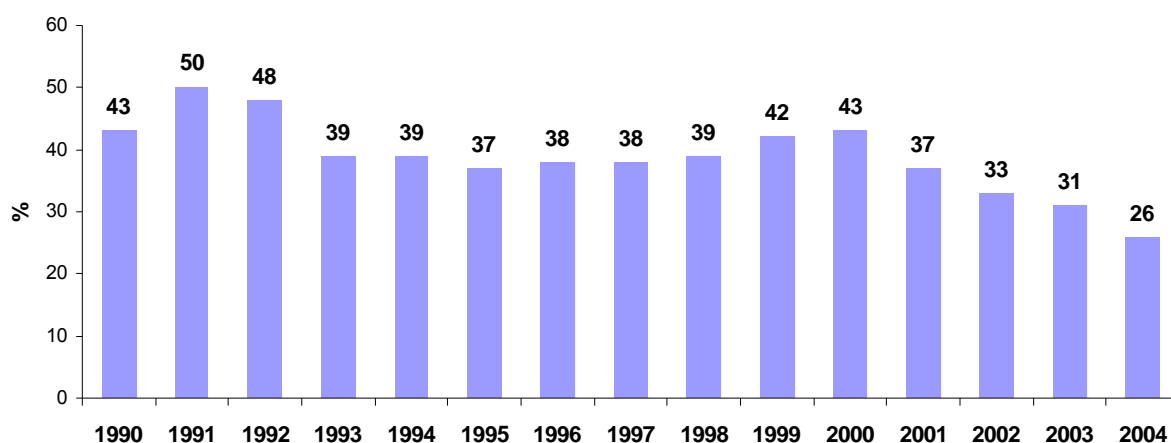
Как свидетельствует практика, в целом большинство компаний в различных сделках используют разные подходы к оценке справедливого уровня премий. При этом неудачи многих слияний, по мнению автора, являются во многом следствием переоценки допустимой премии.

В целях структурирования сделки автор предлагает выделять 2 **принципиальных подхода к оценке премии**: первый, более простой – **статистический**; второй, требующий более глубокого знания и анализа покупаемого предприятия – **фундаментальный**.

Начнем со статистического подхода.

Как свидетельствует статистика слияний и поглощений, ни одна сделка не проходит без уплаты покупателем соответствующей премии за покупаемый бизнес. Эта премия в самом общем виде статистически определяется как разница между ценой сделки и справедливой (рыночной) стоимостью бизнеса цели до начала сделки.

Ниже приведена мировая статистика уровня уплаченных в сделках премий:



**Рис. 3.2.1. Средние премии, уплаченные в мире в 1990-2004 гг., за публичные компании, %<sup>54</sup>.**

<sup>54</sup> Morgan Stanley



Детальное описание того, как статистически следует анализировать исторические премии к рыночной стоимости компании на российской практике, было приведено в параграфе 2.2. и здесь его повторять нет смысла.

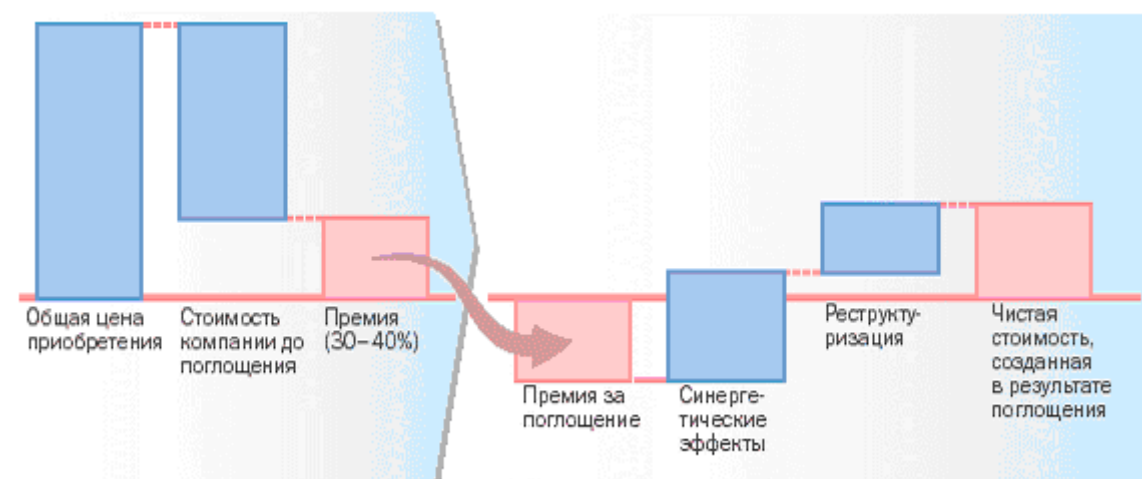
Соответственно при определении премии по статистическому подходу возможно использовать как зарубежную, так и отечественную статистику.

В случае с зарубежной статистикой  $EV*d$  будет умножаться на коэффициент  $(1+Premium(\%))$ , где историческое значение  $Premium$  приведено на диаграмме 3.2.1. В случае же с российской статистикой предлагается использовать данные, приведенные в таблице 1 приложения 2. Тем не менее использование каждой статистики имеет свои недостатки, в частности, российская статистика основана на слишком небольшом количестве сделок, а зарубежная – не отражает закрепленного в отечественном законодательстве различного объема прав, присущего разному пакету акций.

В данном случае логичным представляется использование процесса взвешивания данных каждой из статистик, однако веса в данном случае будут устанавливаться уже непосредственно самими покупателями и должны отражать их понимание того, какая статистика отражает более точные данные с точки зрения реального перераспределения стоимости.

Тем не менее, по мнению автора, более верным является использование фундаментального подхода, который, будучи гораздо более трудоемким, предоставляет информацию о премии не в “в среднем по больнице”, а учитывает финансовые показатели конкретной сделки. При этом сразу оговоримся, что проводить подобный анализ, не получив полного допуска к приобретаемому объекту практически невозможно, а потому данный подход может быть использован только при проведении детального *due diligence*, но никак не при первоначальном поиске цели.

Итак, нами уже неоднократно отмечалось, что при слиянии покупатель должен заплатить определенную премию, в связи с чем он не может единолично воспользоваться всем синергетическим эффектом от сделки, часть которого (обычно большая) идет на покрытие данной премии. Наиболее наглядно распределение стоимости и выгод от поглощения между покупателем и продавцом представлено аналитиками консалтинговой компании *McKinsey&Company* и приведено на рисунке 3.2.2.



**Рис. 3.2.2. Взаимосвязь уплаченной премии и синергетического эффекта<sup>55</sup>.**

Как видно из схемы, премия обычно составляет до 30-40% от суммы, уплаченной покупателем, что, в свою очередь, настолько снижает синергетический эффект для него от сделки, что для получения приемлемой нормы добавочной стоимости, созданной в результате поглощения, ему приходится использовать механизмы реструктуризации.

В параграфе 3.2.1, говоря о стратегии создания стоимости в сделке, мы отмечали 3 возможных основных источника:

1. недооцененность бизнеса, точнее, его рыночной оценки по сравнению с его внутренней стоимостью;
2. возможность оптимизировать текущую деятельность приобретаемой компании, создав дополнительную стоимость путем использования всего управленческого опыта;
3. синергия.

Тем не менее, говоря о фундаментальной оценке максимально возможной премии, в случае, если речь идет о дружественном слиянии, а не о тендерном предложении, рассматривать мотив недооцененности не имеет смысла, поскольку в большинстве случаев во время сделки и покупатель, и продавец сходятся на том, что цель фундаментально недооценена и в качестве базовой используют не рыночную, а внутреннюю стоимость. В связи с этим, по нашему мнению, **возможность получения финансового арбитража не должна влиять на оценку максимально возможной премии.**

<sup>55</sup> McKinsey

Таким образом, для покрытия уплаченной премии существует 2, указанных на рисунке 3.2.1. источника – синергия и реструктуризация. Соответственно, все компоненты стоимости приобретаемой компании можно свести в следующей таблице:

**Таблица 3.2.1.**

**Компоненты стоимости приобретаемого бизнеса<sup>56</sup>.**

Компонент	Ориентиры для оценки и их влияние на драйверы стоимости	Стоит ли платить и, если да, то сколько
Синергия	<p>Синергия, встроенная в стоимость объединенной фирмы. В эту стоимость могут быть включены следующие компоненты:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Более высокие темпы роста выручки: <i>синергия роста</i>;</li> <li>• Более высокая маржа и сокращение издержек из-за <i>экономии от масштаба</i>;</li> <li>• Более низкие налоги по причине выигрыша на налогах (переноса убытков и т.д.) – <i>составляющая финансовой синергии</i>;</li> <li>• Более низкая стоимость заимствования – <i>другая составляющая финансовой синергии</i>;</li> </ul>	<p>Для того, чтобы понять, какую часть синергии можно заплатить в качестве премии, необходимо задаться вопросом: “Какая фирма необходима для проявления синергии?”:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Если это целевая фирма, то достаточно большая стоимость синергии будет перераспределена в качестве премии;</li> <li>• Если это покупатель, то следует минимизировать премию, уплачиваемую за счет синергии</li> </ul>
Премия за контроль (стоимость контроля)	<p>Стоимость компании, если она является оптимально управляемой за вычетом внутренней стоимости бизнеса на текущий момент при текущем уровне управления. Обычно изменения затрагивают инвестиции, финансирование и дивидендную политику:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Инвестиционная политика – более тщательный отбор инвестпроектов по критерию их эффективности, а также дивестирующие проекты, не обеспечивающих необходимую норму прибыли;</li> <li>• Финансовая политика – как один из примеров можно отметить оптимизацию структуры финансирования (капитала) по критерию его стоимости;</li> <li>• Дивидендная политика – возврат денежных средств, в которых компания не нуждается.</li> </ul> <p>С практической точки зрения для определения стоимости контроля возможно использовать следующие целевые значения:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Для нормы прибыли и эффективности операционной/инвестиционной деятельности – среднеотраслевые значения в качестве оптимальных;</li> <li>• Определение оптимального коэффициента долга для определения возможностей по улучшению финансовой политики;</li> </ul>	<p>Если мотивом является контроль или оценка отдельного бизнеса, то максимум платы должен определяться величиной платы за контроль</p>
Стоимость компании-цели “как есть”	<p>Стоимость компании в существующем состоянии при текущем уровне эффективности операционной, инвестиционной и финансовой деятельности. Данная стоимость бизнеса выступает в качестве его внутренней оценки на данный момент.</p>	<p>Если мотивом сделки все же является недооцененность, то максимум платы определяется стоимостью компании “как есть”</p>

<sup>56</sup> Часть материала заимствована из: Асват Дамодаран. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – с.942.; Aswath Damodaran. The value of synergy. – Stern school of Business, October 2005.

Приведенная таблица лишь указывает на ключевые источники дополнительной стоимости, которые могут позволить покрыть уплаченную премию, однако конкретные источники синергии и стоимости контроля и их влияние на основные драйверы стоимости в каждом конкретном случае будут разными.

Построить универсальную схему, позволяющую показать все возможные источники синергии на операционном уровне без привязки к конкретной сделке достаточно сложно. Здесь для целей оценки мы приведем лишь детализацию для наиболее часто оцениваемого источника синергии – синергии за счет эффекта масштаба.

**Таблица 3.2.2.**

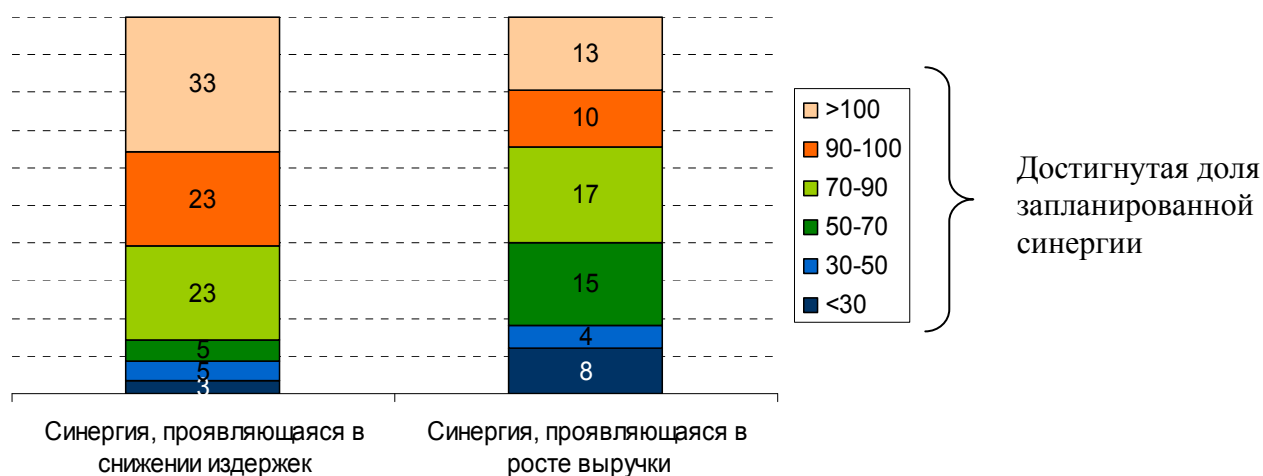
**Источники операционной синергии.**

Сегмент операционной деятельности	Конкретные примеры источников синергии и способов их достижения.
НИОКР	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прекращение инвестирования в дублирующие разработки;</li> <li>• Увольнение лишнего персонала, выполняющего дублирующие функции;</li> <li>• Разработка новых продуктов путем трансферта технологий.</li> </ul>
Закупки	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Объединение закупок;</li> <li>• Стандартизация продуктов и услуг;</li> </ul>
Производство	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ликвидация избыточных мощностей;</li> <li>• Использование и трансферт лучших практик производства.</li> </ul>
Продажи и маркетинг	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Использование техники перекрестных продаж;</li> <li>• Использование общих каналов сбыта;</li> <li>• Использование лучшей практики;</li> <li>• Уменьшение объединенного маркетингового бюджета.</li> </ul>
Дистрибуция	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Объединение складов и маршрутов движения транспорта</li> </ul>
Управление	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Использование эффекта масштаба применительно к финансовому отделу, бухгалтерии и другим подразделениям, обеспечивающим принятие управленческих решений;</li> <li>• Выработка общей стратегии управления бизнесом</li> </ul>

Аналогичным образом могут быть расписаны и оценены и другие потенциальные источники синергетических выгод.

Тем не менее, как показывает практика, как бы тщательно ни происходила оценка синергии, в любом случае покупатели склонны переоценивать потенциальный эффект. В связи с этим, дабы полностью избежать переоценки синергии, автором предлагается взвешивание прогнозируемых синергетических выгод по вероятности их достижения. При этом для определения весов предлагается использовать статистику компании McKinsey,

которая приведена в 4-ом издании их известной книги “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”.



**Рис. 3.2.3. Эмпирические данные по достижению запланированных синергий<sup>57</sup>.**

Для исследования достижения запланированной синергии McKinsey было проанализировано 92 сделки, в которых декларировалось получение синергии за счет снижения издержек и 67 сделок, в которых основной целью являлось увеличение выручки за счет синергии. Как видно на рисунка 3.2.2., более чем в 50% сделок не удалось достичь и 70% запланированного прироста выручки, в то время как в 88% сделок удалось достичь более 2/3 от запланированной синергии за счет экономии на издержках. При этом только в 33 и 13 сделках удалось достигнуть соответственно запланированной синергии издержек и выручки.

Нормализовав приведенные выше данные, можно предложить следующую шкалу вероятностных оценок достижимой синергии, которая может быть напрямую использована в оценке в качестве весовых категорий.

<sup>57</sup> Tim Koller, Marc Goedhard, David Wessels. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. – John Wiley & Sons, Inc. 2006.

Таблица 3.2.4.

## Весовые коэффициенты для прогнозируемой синергии.

Используемый для оценки процент прогнозируемой синергии	Вероятность достижения	
	Синергия издержек	Синергия выручки
120%	0,36	0,19
95%	0,25	0,15
80%	0,25	0,25
60%	0,05	0,22
40%	0,05	0,06
15%	0,03	0,12

Таким образом, **интегральный весовой коэффициент для прогнозируемой синергии издержек будет составлять 0,93, для синергии выручки – 0,75.**

После определения потенциальных выгод от сделки для ее последующего структурирования необходимо определиться, какая часть этих выгод может быть перераспределена в пользу владельцев компании-цели.

Для анализа обоснованности уплаченной премии автор предлагает ввести понятие **”обоюдная эффективность сделки”**, которое будет обозначать равенство выгод от слияния для продавца и покупателя. Данное условие будет выполняться при равномерном распределении между ними приведенных стоимостей, полученных от синергетического эффекта и реструктуризации приобретенной компании. Учитывая, что выгоды продавца от сделки заключаются в полученной премии, предлагается следующий формализованный критерий:

$$\pi = \frac{1}{2} \left( \frac{P_{opt} - P_{кво}}{(1+g)^k} + \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{(1+r)^n} \right), \quad (10)$$

Где  $\pi$  - премия, уплаченная продавцу;

$P_{opt}$  и  $P_{кво}$  – стоимость приобретенной компании без учета синергии при оптимальном и текущем состоянии её бизнес-процессов;

$S_i$  – стоимостное выражение синергетического эффекта, полученного от сделки в  $i$ -й год функционирования объединенной компании;

$k$  и  $n$  – год в котором планируется оптимизация бизнес-процессов и получение синергетического эффекта соответственно;

$g$  и  $r$  – ставки дисконтирования для полученных выгод от оптимизации и синергии соответственно. При этом в большинстве случаев предлагается использовать  $g = r = WACC$  (средневзвешенная стоимость капитала объединенной компании), в случае же повышенного риска,

связанного с невозможностью достичь оптимизации или синергии, следует применять процентные корректировки, устанавливаемые в ходе осуществления риск-менеджмента.

Вместе с тем случаи обоюдной эффективности встречаются крайне редко, а на рынке корпоративного контроля преобладают перекосы в сторону продавца или покупателя, которые предлагается трактовать следующим образом:

$$\pi > \frac{1}{2} \left( \frac{P_{onm} - P_{кво}}{(1+g)^k} + \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{(1+r)^n} \right) - \text{сделка эффективной продажи,} \quad (11)$$

$$\pi < \frac{1}{2} \left( \frac{P_{onm} - P_{кво}}{(1+g)^k} + \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{(1+r)^n} \right) - \text{сделка эффективной покупки.} \quad (12)$$

Также предложенная формула является альтернативой модели (3) и может быть модифицирована и служить для принятия решения покупателем об экономической целесообразности сделки. Критерием принятия сделки, как и раньше будет являться  $NAV > 0$ , а при выборе из нескольких альтернатив – максимизация этого показателя, однако сам NAV будет определяться по следующей формуле:

$$NAV = \left( \frac{P_{onm} - P_{кво}}{(1+g)^k} + \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{(1+r)^n} \right) - \pi \quad (13)$$

К основным преимуществам предлагаемой модели можно отнести, в первую очередь, ее ярко выраженную практическую направленность на управление эффективностью при проведении М&А-сделок путем более четкого выделения факторов, влияющих на их результат (в частности, разделение эффекта синергии и оптимизации). Вторым преимуществом является учет временного фактора, который отсутствует в модели (3). Тем не менее у нее, безусловно, имеются и недостатки, среди которых наиболее существенным является проблема с адаптацией для случаев приобретения за счет акций, а не денежных средств, что, впрочем, характерно и для модели (3).

### 3.3. Построение оптимальной структуры источников финансирования

В предыдущем параграфе была дана характеристика основных способов финансирования *M&A*-сделок. Здесь же рассмотрим вопрос о том, из чего следует исходить при выборе того или иного источника для максимально эффективного структурирования сделки. Как уже было сказано, существует два основных способа финансирования – акциями и деньгами, при этом последние могут быть как собственными, так и заемными.

С точки зрения управления стоимостью, создаваемой в ходе слияния, автор выделяет три основных фактора, которыми должен руководствоваться покупатель при выборе формы финансирования:

- Вероятность получения прогнозируемой синергии;
- Соотношение рыночной и внутренней стоимостей предприятий;
- Минимизация стоимости привлечения капитала компании.

Итак, одним из факторов определяющих выбор способа финансирования сделки, будет являться распределение вероятности получения синергетического эффекта – **величина риска синергии**. Если покупатель уверен в потенциале сделки по слиянию, то ее следует профинансировать полностью денежными средствами. Это позволит акционерам компании-покупателя полностью получить экономические выгоды от синергии объединения. В случае же неуверенности менеджеров компании-покупателя возможности реализовать эффект синергии в полном объеме, у них возникает мотивация застраховать частично риск синергии предложением об обмене акциями. Это приводит к размыванию стоимости, но одновременно ограничивает участие в убытках.

Влияние данного фактора на решение о выборе способа финансирования сделки нагляднее проиллюстрировать на примере. Допустим, компания А (покупатель) приняла решение о покупке компании Б (продавец).

Таблица 3.3.1.

#### Основные рыночные показатели участников сделки.

	Количество акций в свободном обращении	Рыночная цена одной акции	Рыночная капитализация
Покупатель	50 млн. акций	100 долл.	5 млрд. долл.
Продавец	40 млн. акций	70 долл.	2.8 млрд. долл.



Рассматриваются 3 сценария в отношении прогнозируемого приведенного эффекта синергии:

- пессимистичный – синергия отсутствует
- наиболее вероятный – синергия составит 1700 млн. долл.
- оптимистичный – синергии 2500 млн. долл.

Исходя из базового сценария менеджеры компании-покупателя оценивают потенциальную синергию от объединения компаний в 1.7 млрд. долл. и делают предложение акционерам компании-продавца о покупке каждой акции за 100 долл. Таким образом, стоимость сделки составляет 4 млрд. долл., а премия – 1.2 млрд. долл. Предполагаемая стоимость объединенной компании (базовый сценарий) в данном случае составит 9,5 млрд. (= 5 + 2,8 + 1,7), а доля продавца в объединенной компании составит - 42% (4000/9500)

Эффективность сделки для акционеров компании-покупателя можно оценить, рассчитав добавленную акционерную стоимость, которая складывается из разницы между ожидаемой синергией и уплаченной премией. Автор рассмотрел три случая возможного размера синергии, на основании которых была построена матрица, характеризующая чистый результат для сторон сделки.

**Таблица 3.3.2.**

**Матрица выгод от сделки, млн. долл.**

		<b>пессимистичный сценарий</b>	<b>базовый сценарий</b>	<b>оптимистичный сценарий</b>
<b>оплата акциями</b>	<i>покупатель</i>	-476	500	1090
	<i>продавец</i>	476	1200	1610
<b>оплата деньгами</b>	<i>покупатель</i>	-1200	500	1500
	<i>продавец</i>	1200	1200	1200

Как можно увидеть из рассмотренного условного примера, обмен акциями позволяет покупателю минимизировать свои потери в случае невозможности достижения запланированной синергии; в тоже время, в случае превышения реализованной синергии над запланированной, ее часть пойдет на увеличение богатства бывших владельцев приобретенной компании. В то же время, акционеры компании-покупателя при подобной структуре принимают на себя риск участия в убытках, связанных с невозможностью добиться запланированных выгод от объединения компаний.

При этом последние исследования подтверждают тот факт, что рынок более благосклонно реагирует на *M&A*-сделки, финансируемые денежными средствами. Дело в том, что предложение об обмене акциями дает рынку два очень важных сигнала: акции компании-покупателя переоценены относительно объекта поглощения и его менеджмент не полностью уверен в экономической целесообразности планируемой сделки.

Соответственно вторым определяющим фактором является **текущая оценка рынком акций покупателя и продавца**. Если покупатель уверен, что акции его компании недооценены рынком, тогда ему не следует выпускать новые акции для финансирования сделки, т. к. решение о выпуске негативно отразится на текущем благосостоянии акционеров. В случае же переоценки покупателя имеет смысл воспользоваться обменом акций, при этом *не имеет принципиального значения, переоценены ли акции продавца* – главное, чтобы покупающая компания была более переоцененной, чем объект поглощения. Соответственно при принятии решения о структуре финансирования исходя из данного фактора автор предлагает использовать специальный коэффициент – коэффициент относительной переоцененности, значение которого можно формализовать следующим образом:

$$K_{\text{недооцененности}} = \frac{MCap_{\text{покупатель}}}{FV_{\text{покупатель}}} / \frac{MCap_{\text{цель}}}{FV_{\text{цель}}}, \quad (14)$$

где  $MCap$  – рыночная капитализация покупателя и цели;

$FV$  (fair value) – внутренняя справедливая стоимость компании-покупателя и цели (при данных расчетах **эффект синергии и премии не учитываются!**)

Соответственно:

при  $K > 1$  – следует принимать решение о структурировании финансирования путем обмена акциями;

при  $K = 1$  – решение о структуре финансирования индифферентно к рассматриваемому фактору и должно основываться на анализе других критериев;

при  $K < 1$  – исходя из данного фактора, должно быть принято решение о финансировании за счет денежных средств.

Впрочем, надо отметить, что согласно многим исследованиям,<sup>58</sup> решение о выпуске новых акций для финансирования слияния или поглощения воспринимаются рынком как

<sup>58</sup> См. Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – с. 658

сигнал менеджментом компании о том, что акции компании переоценены. В такой ситуации существуют причины ожидать снижения котировок акций покупателя.

Наконец, одним из важнейших критериев выбора конкретной схемы финансирования является **минимизация средневзвешенных затрат на капитал компании.**

На основании анализа используемых в оценке подходов, автором предлагается комплексная модель, позволяющая оптимизировать структуру капитала в целях минимизации WACC.

$$\left\{ \begin{array}{l} WACC = r_e \times W_e + r_{ps} \times W_{ps} + (1 - T) \times r_d \times W_d \longrightarrow \min \\ W_e = \frac{E}{E + PS + D}, W_{ps} = \frac{PS}{E + PS + D}, W_d = \frac{D}{E + PS + D}, \\ W_e + W_{ps} + W_d = 1 \\ r_e = r_f + r_c + (1 + (1 - T) \times \frac{D}{E + PS}) \times \beta_{unlev} \times r_{prem} \\ r_d = r_f + r_c + f\left(\frac{EBIT}{I}\right), I = r_d \times D \\ r_{ps} = \begin{cases} Div(\%), \_Div(\%) - fixed, \_unliquid \\ \left[ \sum_{i=1}^3 \frac{\Delta P_i + Div}{P_i} \right] \div 3, \_Div - unfixed, \_low\_liquid \\ \frac{Cov(r_{ps}; r_e)}{\sigma_{r_e}^2} \times r_e, \_Div - unfixed, \_high\_liquid \end{cases} \end{array} \right. \quad (15)$$

Дадим описание представленной модели.

1-ое уравнение системы является развернутым выражением для определения WACC, где  $r_e$ ,  $r_{ps}$ ,  $r_d$  – требуемые нормы доходности на обыкновенные и привилегированные акции и облигации, а  $W_e$ ,  $W_{ps}$ ,  $W_d$ ,  $E$ ,  $PS$  и  $D$  – их доли в общей структуре финансирования и рыночная оценка соответственно.

4-ая строка системы определяет стоимость собственного капитала, представленного обыкновенными акциями, где  $r_f$  – безрисковая ставка, в качестве которой использована ставка американских Treasury-Bonds,  $r_c$  – премия за страновой риск (для России 1,5%<sup>59</sup>),  $T$  – ставка по налогу на прибыль (на данный момент - 24%),  $r_{prem}$  – премия за риск инвестирования в акции конкретной страны, рассчитанная как премия за риск для американского фондового рынка, скорректированная на относительную волатильность

<sup>59</sup> www.damodaran.com

рынка страны расположения компании к американскому (на данный момент около 13,7%<sup>60</sup>).

$\beta_{unlev}$  – безрычажная бета, рассчитанная как коэффициент бета классической модели CAPM, определенный на основании исторических данных по торгам бумагами за последний год, деленный на  $(1+(1-T)*D/(E+PS))$ , где  $D/(E+PS)$  – фактическое соотношение заемного и собственного капитала на момент проведенного анализа.

5-ое уравнение определяет стоимость заемного капитала, где слагаемое  $f(\frac{EBIT}{I})$  характеризует премию за индивидуальный кредитный риск компании и является функцией рисковой премии от синтетического рейтинга, рассчитанного на основании коэффициента процентного покрытия по данным Standard&Poors при различных комбинациях заемного и собственного капитала, значения которой наиболее целесообразно находить при помощи имитационного моделирования.

Последняя часть характеризует доходность по привилегированным акциям. Согласно западным источникам, доходность по ним предлагается определять как дивидендную доходность, закрепленную в уставе, однако автор считает, что подобный подход применим лишь при коммунитивных акциях с фиксированным дивидендом в условиях отсутствия ликвидного вторичного рынка. Вместе с тем в модели предлагаются подходы в отношении еще двух случаев – торгуемых привилегированных акций с низкой ликвидностью без обязательных дивидендов и высоколиквидных торгуемых акций, доходность по которым увязывается с доходностью обыкновенных акций через поправочный коэффициент, аналогичный “бета” из CAPM.

Также при выборе способа финансирования возникает вопрос: **каким образом помимо указанных выше факторов на него влияют результаты предыдущих этапов анализа сделки?**

В первую очередь, что касается типа сделки и ее мотивов. Здесь основным критерием будет выбор между дружественным слиянием и враждебным поглощением. В первом случае, если речь идет о слиянии как о форме стратегического партнерства, распространенным является использование обмена акциями, если же мы говорим о региональной экспансии, приобретении поставщика сырья, или небольшой венчурной фирмы, располагающей уникальной технологией, то здесь уже, естественно, должны в большей степени использоваться денежные средства. Во втором случае, естественно, может использоваться только денежная оплата, которая из-за дороговизны враждебной

---

<sup>60</sup> ГИФА

сделки в большинстве случаев имеет характер LBO. Что же касается соответствия способа оплаты и мотивов слияния, то оно не может быть однозначно определено, и в каждом конкретном случае их комбинации могут различаться, в зависимости от прочих условий. Тем не менее, при рассмотрении таких мотивов, как устранение конкурентов или удовлетворение амбиций руководства, хотя их применение и не рекомендуется автором, очевидным является выбор денежных средств.

Влияние же результатов оценки и прогнозирования эффективности сделки на выбор источника является более однозначным и уже частично затрагивалось при рассмотрении воздействия риска синергии. Для формализации данных взаимосвязей обратимся снова к предложенной модели оценки обоюдной эффективности слияния<sup>61</sup>, которая уже включает в себя риск синергии путем корректировки ставок дисконтирования. **Исходя из данной модели при сделке “эффективного продавца” автором рекомендуется использование оплаты акциями, а в случае “эффективного покупателя” – оплата денежными средствами.**

Также, говоря об оптимизации источников финансирования сделки, хотелось бы затронуть вопрос о максимизации эффективности структурирования после выбора способа оплаты. Так, при оплате акциями основными являются два подхода:

1. **Фиксированное количество акций.** При подобном предложении об обмене количество акций не меняется, однако стоимость сделки может значительно колебаться в периоде между датой объявления о сделке слияния и датой закрытия сделки, т. к. будет зависеть от цены акций покупателя в момент завершения транзакции. Особенностью подобного подхода является возможность зафиксировать структуру собственности в объединенной компании. Однако в таком случае акционеры продавца несут риск отрицательной динамики акций покупателя после объявления о будущем слиянии.

2. **Фиксированная стоимость сделки.** Другой альтернативой может служить предложение о выпуске компанией-покупателем дополнительных акций определенной стоимости. В этом случае фиксируется стоимость сделки, а количество выпускаемых акций зависит от цены акций покупателя на момент закрытия сделки. Подобная структура является более рискованной для покупателя, так как делает неопределенным доли собственности в объединенной компании. При резком снижении котировок акций компании-покупателя после объявления о предстоящем слиянии происходит размытие доли собственности покупателя.

Соответственно, выбор между данными подходами должен осуществляться исходя из оценки рыночного риска, который возникает при закрытии сделки. Таким образом,

---

<sup>61</sup> Параграф 3.2., модель (10-13)

структура обмена акциями будет зависеть от степени волатильности акций компании-покупателя в момент закрытия сделки. Если рыночный риск в момент закрытия сделки оценивается как невысокий, тогда можно структурировать сделку как выпуск фиксированного количества акций. В то же время выбор в пользу сделки с фиксированной стоимостью позволяет компании-покупателю заверить рынок в том, что ее акции не переоценены.

Также говоря о структурировании финансирования, хотелось бы особо остановиться на особенности структурирования финансирования при сделках LBO.

Напомним, что LBO – это процесс выкупа/приобретения компании с помощью долгового финансирования, который характеризуется высоким уровнем использования заемных средств, вследствие чего леверидж приобретенной/вновь созданной в результате слияния компании значительно повышается, а обслуживание привлеченного финансирования осуществляется преимущественно за счет приобретаемого актива.

Смысл LBO состоит в приобретении контрольного пакета акций компании с привлечением заемных средств. Причем обычно об LBO говорят, когда целевая компания значительно больше покупателя. Если привлекается долговое финансирование целенаправленно для покупки другой компании, причем финансирование в очень большом объеме, де-факто резко увеличивая долю заемных средств в структуре баланса покупателя, – это и есть LBO.

Обычно подобные сделки имеют достаточно сложную структуру финансирования, которая представляет собой комбинацию таких источников как:

- Старший возобновляемый долг (например, кредитная линия или револьверный кредит);
- Старший срочный долг (срочный кредит);
- Субординированный долг;
- Продажа с обратной арендой или другие специальные процедуры финансирования конкретных объектов и оборудования;
- Субординированные бумаги (векселя, коммерческие бумаги);
- Привилегированные или обыкновенные акции, проданные независимой третьей стороне;
- Варранты или опционы.

После того, как определены все возможные источники финансирования, необходимо провести их оптимизацию. Обычно за счет структурирования финансирования стараются решить сразу несколько задач.

Во-первых, следует максимизировать сумму займа у старших кредиторов, имеющих наилучшее обеспечение кредитов, которые взимают самые низкие проценты; Во-вторых, необходимо сохранить денежные поступления на уровне, достаточном для поддержания при необходимости промежуточного субординированного займа с более высокими процентными ставками. Также в процессе структурирования помимо вопросов, связанных непосредственно со сделкой, необходимо обеспечить адекватный уровень оборотного капитала независимо от сезонных колебаний и возможной нерегулярности денежных потоков. Еще одной важной задачей, которая, к сожалению, часто остается вне поля зрения менеджеров, что ухудшает эффективность LBO, является отделение активов, которые выгоднее предложить специализированным кредиторам, например, офисных зданий или производственных мощностей, пригодных для продажи с обратной арендой.

Обычно подобные результаты, как уже отмечалось, достигаются посредством наслаивания долга. Наиболее распространенная в международной практике структура LBO приведена в следующей таблице:

**Таблица 3.3.3.**

**Структура финансирования классического LBO<sup>62</sup>.**

<b>Виды финансирования</b>	<b>Доля, %</b>	<b>Источники</b>
Краткосрочный и среднесрочный старший долг	5-20%	Коммерческие банки
Долгосрочный старший и субординированный долг	40-80%	Страховые компании, некоторые банки, фонды LBO
Привилегированные акции	10-20%	Страховые компании и венчурные фонды
Обыкновенные акции	1-20%	Страховые компании, венчурные фонды и управляющие компании

В России примеры LBO пока единичны, хотя их количество и имеет тенденцию к росту. Классическим LBO, финансировавшимся под залог имущества покупаемого актива практически на 100% на кредиты банков, являются выкуп «Евроцемент групп» цементного бизнеса «Интэко» на кредит Сбербанка и приобретение группой Алишера Усманова Михайловского ГОКа на кредит ВТБ под залог ГОКа.

<sup>62</sup> Патрик Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация бизнеса. М.: Альпина Бизнес Букс, – 2004.

Что же касается российской практики структурирования финансирования подобных сделок, то они финансируются главным образом за счет двух источников – кредиты банков и облигационные займы.

Начнем с кредитования. Как известно, одной из наиболее существенных проблем российской банковской системы является отсутствие длинных ресурсов, что, естественно, негативно сказывается и на финансировании LBO-сделок. Таким образом, по оценкам экспертов, сейчас только 6-10 банков способны реально кредитовать крупные сделки. Тем не менее именно на банковские кредиты приходится основная доля финансирования LBO. Основными игроками здесь являются Внешторгбанк, который провел крупнейшую в России сделку по выкупу Михайловского ГОКа, а также Москоммерцбанк и Банк Центрокредит.

Помимо отсутствия длинных денег на низкую активность банков на данном рынке также влияют жесткие нормативы ЦБ, ограничивающие их участие в сделках имеющих достаточно высокую степень риска, коими, безусловно, являются LBO.

При финансировании за счет облигаций также существуют свои особенности. Несмотря на то, что при крупных сделках процент по облигациям, как правило, оказывается ниже, чем по кредитам, тем не менее сделки LBO несут в себе достаточное количество специфических рисков, которые при отсутствии конкретного отраслевого опыта бывает трудно оценить большинству операторов долгового риска. Соответственно, большинство инвесторов требуют чрезмерно высокую премию за специфический риск.

Другой проблемой, связанной с финансированием за счет облигаций является длительный срок подготовки эмиссии. В связи с этим широкое распространение получило предварительное “бридж-финансирование” под последующую эмиссию. При этом может использоваться как краткосрочный банковский кредит, так и вексельное финансирование (например, приобретение “Ленинградского комбината хлебопродуктов имени С.М. Кирова” пищевым холдингом “ЛЕНСТРО”, бридж-финансирование которого было обеспечено Вэб-инвест банком через вексельный кредит).

Также, говоря о возможности финансирования сделок LBO через облигационные займы, нужно отметить, что частично решению проблемы длительного срока эмиссии будет способствовать принятие поправок к закону “О рынке ценных бумаг”, вводящих биржевые облигации, которые возможно будет использовать в качестве бридж-финансирования.



В целом, обобщая практику структурирования сделок LBO, можно отметить следующие их особенности:

- приоритет в пользу инструментов долгового финансирования, преимущественно кредитования коммерческими банками, а в сфере, отличной от кредитования – в пользу заимствования на рынке облигаций с промежуточным кредитованием (аналогом бридж-финансирования), неразвитость инжиниринга в рамках LBO;
- преобладание частных продуктов финансового инжиниринга над рыночными;
- участие коммерческих банков как основных игроков индустрии в силу ресурсной базы;
- более короткие продукты (средний срок за рубежом 5-6 лет, срок облигационного займа в России под LBO – 3 года).

## Заключение

В данной работе были рассмотрены вопросы, связанные с теорией и практикой проведения сделок слияний и поглощений, которые включали такие направления исследования, как определение возможностей для интеграции политики в области M&A в общекорпоративную стратегию, выбор наиболее приемлемого мотива проведения сделки, поиск подходящей целевой фирмы и определение ее справедливой цены и уплачиваемой премии, выбор способов и источников финансирования и их оптимизация. При этом в качестве практической части использовались российский рынок слияний и поглощений и примеры реальных сделок из российской практики.

По результатам проведенного исследования можно выделить ряд основных моментов, которые должны учитываться при структурировании сделок.

В первую очередь, потенциальному покупателю необходимо осознать все возможные стратегические альтернативы для своей компании и, в случае принятия решения о необходимости роста через M&A, четко следить за тем, чтобы приобретаемые объекты вписывались в общую стратегию, а решения о сделках не принимались бы под влиянием сомнительных мотивов. Так, несмотря на разнообразие механизмов создания стоимости, все слияния и поглощения объединяет одно — необходимость эффективнее других извлекать стоимость из полученного актива. Сделать это удастся при условии, что сделка совершается в рамках общей корпоративной стратегии - это позволяет максимально полно задействовать имеющиеся в компании активы и навыки. В то же время, как показывает опыт, наиболее результативные компании не формулируют стратегию создания стоимости в слияниях и поглощениях раз и навсегда, но пересматривают ее в зависимости от стадии жизненного цикла компании.

Также, помимо выработки стратегии, на первоначальном этапе достаточно важным является понимание того, какой именно тип сделки компании нужно будет осуществить, и в этой связи определенную помощь может оказать приведенная в работе классификация сделок корпоративного контроля. Однако нужно отметить, что несмотря на то, что работа начинается с классификации возможных сделок, их вид в конечном итоге будет определяться выбранными мотивами и стратегией создания стоимости, а не наоборот. Так, например, при желании добиться снижения уровня издержек за счет контроля над ресурсами, следует осуществлять сделки вертикальной интеграции, а в случае с экономией на масштабах деятельности – проводить горизонтальные слияния. При этом необходимо следить за тем, чтобы в сделке преобладали мотивы, относимые автором к “разумным”, а влияние “сомнительных” мотивов минимизировалось.

В практической части работы рассмотрен российский рынок корпоративного контроля, по результатам исследования которого делается вывод о преобладании на рынке компаний из отраслей, имеющих возможность аккумулировать достаточно большие средства, необходимые для проведения сделок (например, в нефтяном и газовом секторах, а также металлургии) или же компаний, стремящихся в первую очередь к региональной экспансии, для чего наилучшим образом подходит не органический рост, а именно M&A. Что же касается стратегий и мотивов российских компаний при проведении M&A, то здесь, помимо региональной экспансии, можно отметить выход на зарубежные рынки (крупнейшие, преимущественно сырьевые отечественные корпорации), создание вертикально интегрированных групп (например, ЛУКОЙЛ) и диверсификация портфеля (преимущественно в финансовом секторе). При этом роль фондов прямых инвестиций все еще остается низкой, хотя и имеет большие перспективы роста.

Вторым важным этапом M&A-процесса, является оценка и прогнозирование эффективности сделки. В этой связи в работе проанализированы подходы к оценке объектов поглощения, в результате чего делается вывод о приоритете метода оценки дисконтированного денежного потока путем DCF-моделирования, а при наличии достаточно большого количества сделок и компаний-аналогов – о необходимости использования сравнительного подхода. При этом особенно стоит выделить два случая: во-первых, если основным мотивом является приобретение недооцененного актива, то большее значение в оценке должен иметь сравнительный подход, во-вторых, если речь идет о сделках типа LBO, то особое значение приобретают методы затратного подхода, который позволяет финансирующим институтам оценить стоимость залога.

В работе проведен анализ факторов, влияющих на цену приобретения, в частности проанализировано воздействие степени контроля, в результате чего выявлена сильная положительная корреляция между размером приобретаемого пакета акций, а вместе с ним и прав, с ценой сделки, в результате чего стоимость контрольного пакета наиболее часто включает премию в размере 40-80%. Помимо этого, в целях проведения качественной оценки исследовано воздействие слияний и поглощений на ценные бумаги участвующих в сделках компаний. Для этого была предложена методика, основанная на анализе избыточной (аномальной) доходности, апробация которой проведена на примере приобретения 97,5% Михайловского ГОКа.

Для оценки эффективности сделки в целом разработана модель, основанная на сравнении уплаченной премии с дисконтированным стоимостным выражением выгод от синергетического эффекта и результатов реструктуризации приобретаемой компании в целях оптимизации бизнес-процессов. На ее основе предлагается использование термина

“критерий обоюдной эффективности сделки”, в случае же нарушения данного критерия используется термин “сделка эффективной покупки/продажи”. При этом на основе анализа практики сделок сделан вывод о преобладании именно сделок эффективной продажи.

Наконец последний рассматриваемый в работе этап M&A сделок включает анализ возможных способов и источников финансирования сделки, а также принципы определения их оптимального соотношения. Среди основных факторов, влияющих на выбор финансирования покупателем, указываются такие как величина риска реализации синергетического эффекта, с ростом которого рекомендуется осуществлять обмен акциями, и наличие относительной переоцененности акций покупателя по сравнению с продавцом, при которой также следует использовать акции. При этом выявлено отрицательное влияние использования обмена акций на оценку рынком компании-покупателя. В случае, если по результатам этапа оценки, исходя из предложенной модели “обоюдной эффективности”, определено, что предполагаемое поглощение будет сделкой “эффективного продавца”, рекомендуется использование оплаты акциями, а в случае “эффективного покупателя” – оплата денежными средствами. Помимо этого на решение о структуре финансирования должны оказывать влияние результаты оптимизации стоимости капитала компании, модель которой также предложена в работе.

Что касается отечественной практики, то российские компании начинают все активнее использовать комбинации финансовых инструментов и сложные схемы финансирования, примером чего, с одной стороны, являются такие сделки, как слияние Пятерочки и Перекрестка, а с другой – рост спроса на LBO-финансирование со стороны как компаний, так и менеджмента.

Завершая работу, также хочется отметить, что юридическое закрытие сделки еще является не концом, а, скорее, только началом длительного и нередко чрезвычайно трудного этапа интеграции двух компаний, только в случае успешного завершения которого можно говорить о создании стоимости в результате сделки.

**Данная работа выполнена мной самостоятельно.**

«      » \_\_\_\_\_ **2007** \_\_\_\_\_

## Список использованной литературы

### Нормативно-правовые акты

1. Федеральный закон от 26 декабря 1995г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 05.12.2007 г.).
2. Федеральный закон от 11 апреля 1996г. №39-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции от 26.04.2007 г.).
3. ”Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности”, утвержденные Постановлением Правительства РФ от 06.07.2001 №519
4. Положение Банка России от 10 февраля 2003 № 254-П “Резервы на возможные потери по ссудам”

### Учебники и монографии

5. Гохан Патрик. Слияния, поглощения и реструктуризация Бизнеса.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
6. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2004
7. Коупленд Том, Коллер Тим, Мкррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление.-М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999
8. Оценка бизнеса / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой.-М.: Финансы и статистика, 1999.
9. Рид Стэнли, Лажу Александра. Искусство слияний и поглощений.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
10. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием, М.: Финансы и статистика, 2000.
11. Фрэнк Эванс, Дэвид Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

### Российские периодические издания

12. Браславская М. Путилин Д. Итоги 2006 года на рынке M&A: реванш частного бизнеса.//Слияния и поглощения. – 2007. - №1-2.
13. Гордиенко Д. Роль инвестиционного банка при реализации сделок M&A и новые возможности LBO. // Рынок ценных бумаг. - 2007 - №22.
14. Генске М. Механизмы финансирования слияний и поглощений: международный опыт // Слияния и поглощения. - 2003.- №9.
15. Жигло А., Устименко В., Стекольников А. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний. // Рынок ценных бумаг. - 2005.- №12.
16. Игнатишин Ю. Исследование российского рынка слияний и поглощений в 2006 году.//Рынок ценных бумаг. - 2007 - №6.
17. Игнатишин Ю. Исследование российского рынка слияний и поглощений в 2004 г. // Рынок ценных бумаг. - 2005.- №6.
18. Козодаев М. Слияния и поглощения: алгоритм успеха.// Экономические стратегии. - 2004.- №3.
19. Матиаз Бекье. Путеводитель по слиянию.// Вестник McKinsey. – 2003 - №2
20. Рижинашвили Джордж. Управление стоимостью в практике M&A: миф или реальность.//Слияния и поглощения. – 2006. - №10
21. Томилина Э. Оценка в M&A-процессах: российский вариант. // Слияния и поглощения. - 2003.- №8.
22. Царев М. Нужно постигать правила игры на западных рнках.//Слияния и поглощения. – 2007. - №3
23. Цховребов М. Поиск компании-цели.//Слияния и поглощения. – 2006. - №7-8.
24. Цховребов М. Sell-side, или что делают инвестбанкиры на стороне продавца.//Слияния и поглощения. – 2006. - №9.
25. “Система” раскрыла карты. Корпорация рассказала, как увеличит капитализацию башкирских активов //Ведомости. - 10 октября 2005. – №189
26. Союз бережливых: Фридман и Евтушенко готовы купить “Связьинвест” в складчину //Ведомости. – 26 февраля 2006 г. - №32.
27. Ведомости. – 28 сентября 2005. – №182.
28. Ведомости, - 7 ноября 2005 г. - № 208.

### **Литература на иностранных языках**

29. Tim Koller, Marc Goedhard, David Wessels. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. – John Willey & Sons, Inc. 2006.
30. Aswath Damodaran. The value of synergy. – Stern school of Business, October 2005
31. Donald DePamphilis. Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions.
32. Gerhard Picot. Handbook of International Mergers and Acquisitions: Preparation, Implementation and Integration. Palgrave Macmillan, 2002
33. Harvard Business Review on M&A. Harvard Business School Publishing, 2001.
34. R. Matthews. Mergers, Complexity and Games: SEAG Annual Conference. Kingston University Business School, 2000.
35. McKinsey on Finance. – 2006. - № 14.
36. Growing Through Acquisitions: The Successful Value Creation of Acquisitive Growth Strategy.// Boston Consulting Group Report. – May 2004.
37. Stern Stewart Research. Evaluating Mergers and Acquisitions: How to avoid overpaying.// EVALuation. – Volume 3., - Issue 8., - November 2001.
38. Stern Stewart Research. M&A: Why Most Winners Lose.//EVALuation. – Volume 3., - Issue 4., - April 2001.
39. Stern Stewart Research. EVA & Corporate Portfolio Strategy.//EVALuation. – Volume 3., - Issue 9., - December 2001.
40. L.E.K. Consulting. Screening for Success: Designing and Implementing a Strategic M&A Screening Process// Shareholder value insight. – Volume XXV.

### **Internet и прочие информационные ресурсы:**

41. Bloomberg – глобальная информационная система
42. [www.ma-journal.ru](http://www.ma-journal.ru) – сайт журнала “Слияния и поглощения”
43. [www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com) – глобальный информационный ресурс по сделкам M&A
44. [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru) – российский информационный портал, посвященный проблемам M&A
45. [www.micex.ru](http://www.micex.ru) – сайт биржи ММВБ
46. База аналитических отчетов компании Тройка Диалог
47. [www.x5.ru](http://www.x5.ru) – сайт объединенной компании “Пятерочка-Перекресток”
48. [www.kpmg.ru](http://www.kpmg.ru) – сайт компании KPMG
49. [www.ey.com](http://www.ey.com) – сайт компании Ernst&Young

# Приложение

## Приложение 1

### Слияния и поглощения в России.



Рис. 1. Рынок слияний и поглощений согласно статистике компании KPMG<sup>63</sup>.

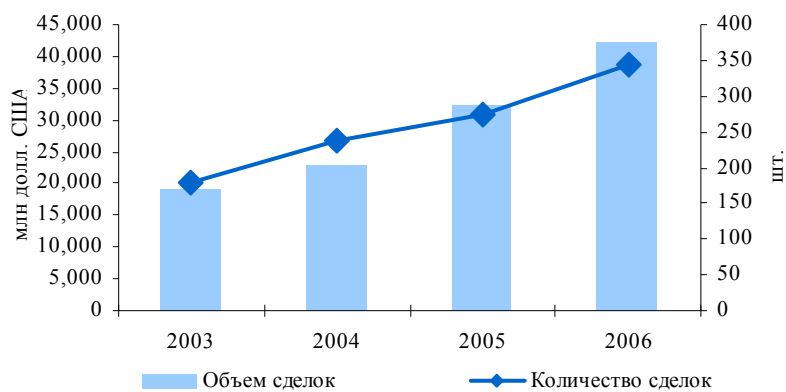


Рис. 2. Рынок слияний и поглощений согласно статистике журнала "Слияния и поглощения"<sup>64</sup>.

<sup>63</sup> Отчет компании KPMG по российскому рынку слияний и поглощений

<sup>64</sup> Дмитрий Путилин, Мария Браславская. Итоги 2006 года на рынке M&A: реванш частного бизнеса. // Слияния и поглощения. – 2007. - №1-2.



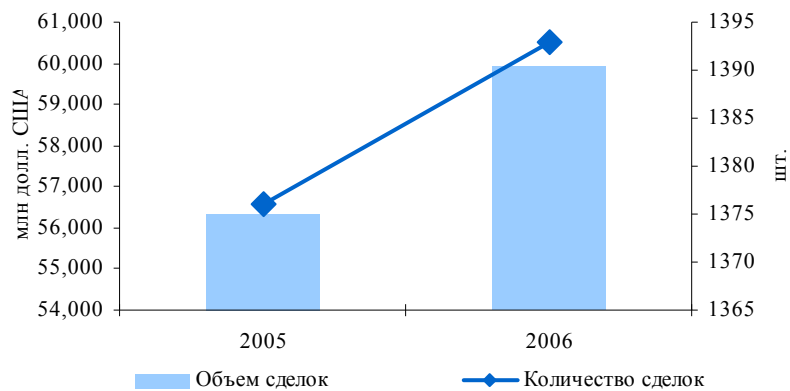


Рис. 3. Рынок слияний и поглощений согласно статистике Mergers.ru<sup>65</sup>.

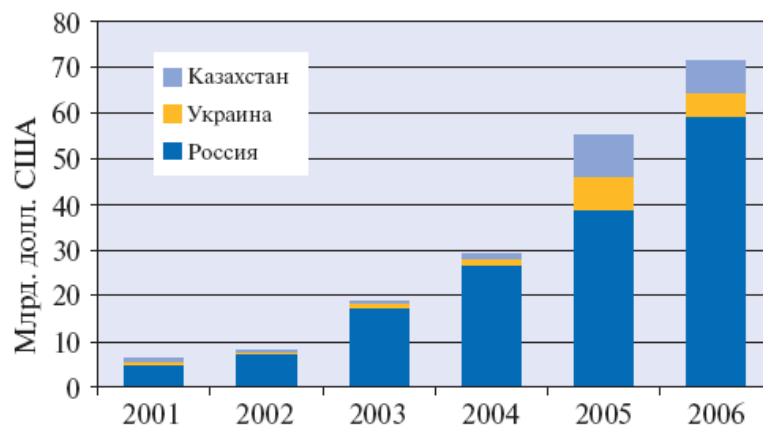


Рис. 4. Рынок слияний и поглощений согласно статистике компании Ernst&Young<sup>66</sup>.

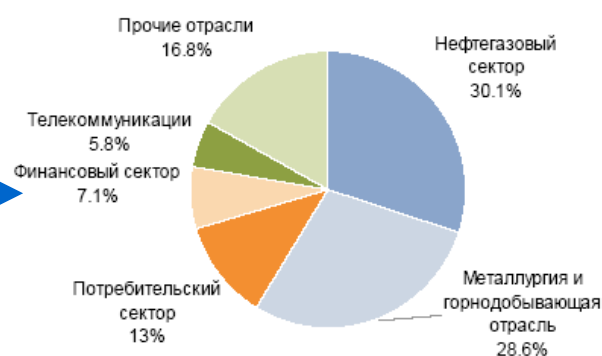
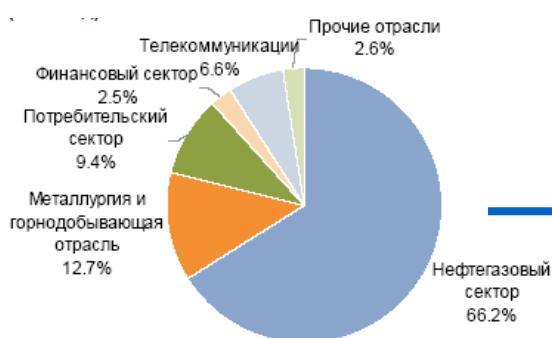
<sup>65</sup> Игнатишин.Ю.Исследование российского рынка слияний и поглощений в 2006 году//Рынок ценных бумаг. - 2007 - №6. – с. 73-76.

<sup>66</sup> Отчет Ernst&Young по рынку слияний и поглощений стран СНГ.

Таблица 1.

## Крупнейшие сделки слияний и поглощений в России в 2006 году.

#	Отрасль	Объект приобретения	Доля, %	Покупатель	Дата завершения	Стоимость сделки млн. долл. США.
1	Нефтегазовый сектор	Сахалин Энерджи	50%	Газпром	22-дек-06	7,500
2	Нефтегазовый сектор	Удмуртнефть	96.7%	Синорес (Роснефть – 51%)	11-авг-06	3,500
3	Металлургия и горнодобывающая отрасль	Евраз Груп	42%	Millhouse Capital	18-дек-06	3,080
4	Нефтегазовый сектор	Новатэк	19%	ZGG (дочерняя компания компании Газпром)	02-окт-06	2,388
5	Металлургия и горнодобывающая отрасль	Oregon Steel Mills	91.5%	Евраз Груп	20-ноя-06	2,300
6	Металлургия и горнодобывающая отрасль	Мечел	42%	Мечел (выкуп акций менеджментом компании)	10-фев-06	1,795
7	Металлургия и горнодобывающая отрасль	ВСМПО - Ависма	66%	Рособоронэкспорт	07-ноя-06	1,600
8	Нефтегазовая отрасль	Mazeikiu Nafta	53.7%	Polski Koncern Naftowy Orlen	26-май-06	1,490
9	Розничная торговля	Перекресток	100%	Пятерочка	12-апр-06	1,365
10	Телекоммуникации	Связьинвест	25%	Комстар - Объединенные ТелеСистемы	12-дек-06	1,300

Рис. 5. Отраслевая структура рынка M&A в стоимостном выражении в 2005 г.<sup>67</sup>.Рис. 6. Отраслевая структура рынка M&A в стоимостном выражении в 2006 г.<sup>68</sup>.<sup>67</sup> Отчеты KPMG.<sup>68</sup> Там же

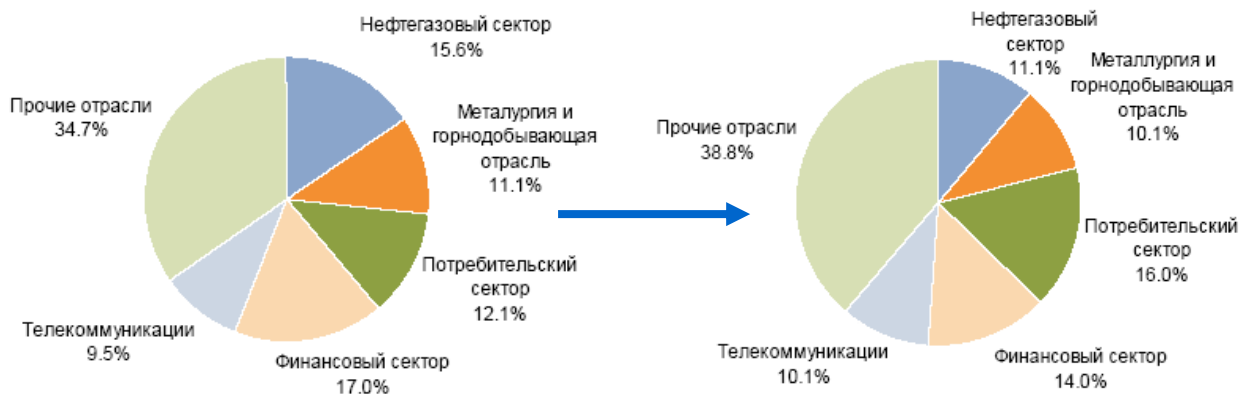


Рис. 7. Отраслевая структура рынка M&A в количественном выражении в 2005 г.<sup>69</sup> Рис. 8. Отраслевая структура рынка M&A в количественном выражении в 2006 г.<sup>70</sup>

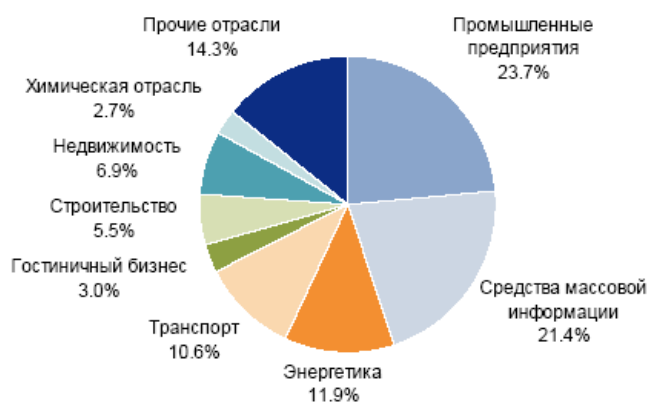


Рис. 9. Структура прочих отраслей в стоимостном выражении, 2006<sup>71</sup>

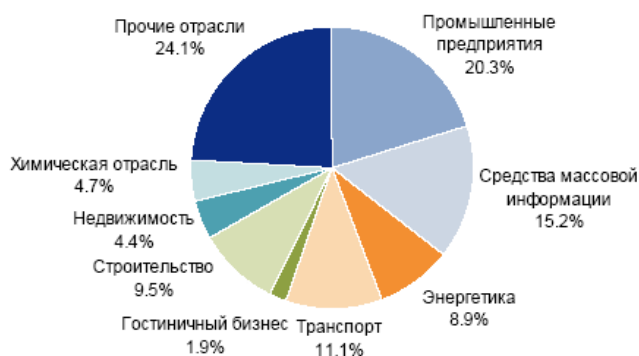


Рис. 10. Структура прочих отраслей в количественном выражении, 2006<sup>72</sup>

<sup>69</sup> Отчеты KPMG.

<sup>70</sup> Там же

<sup>71</sup> Там же

<sup>72</sup> Там же

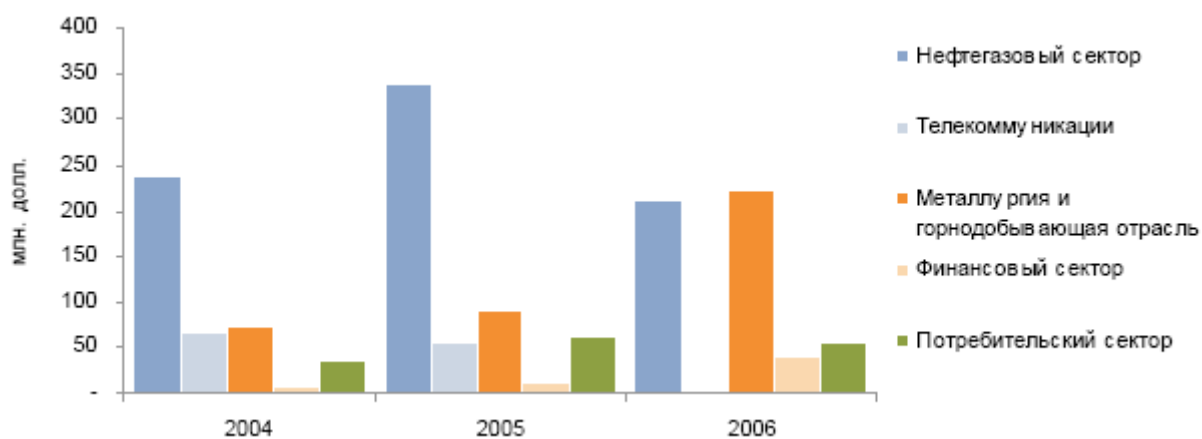


Рис. 11. Средняя стоимость сделок по 5 основным отраслям.<sup>73</sup>

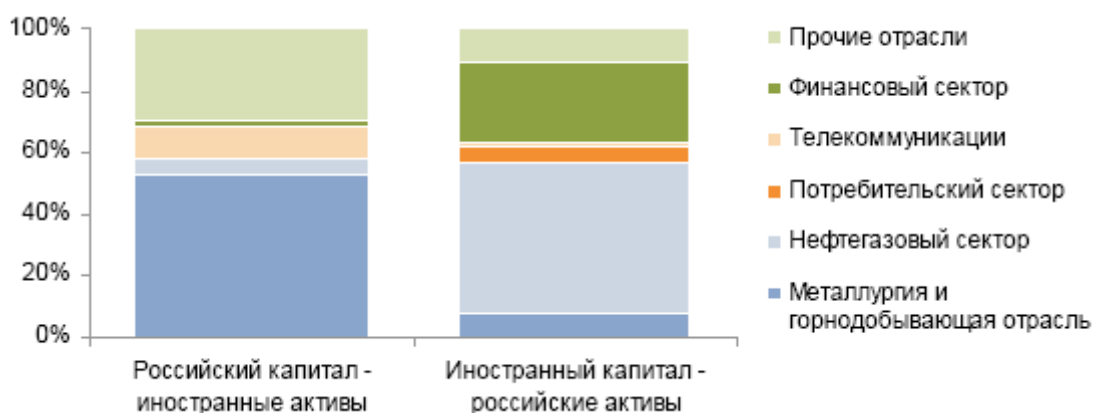


Рис. 12. Отраслевая структура трансграничных сделок в стоимостном выражении, 2006 г.<sup>74</sup>

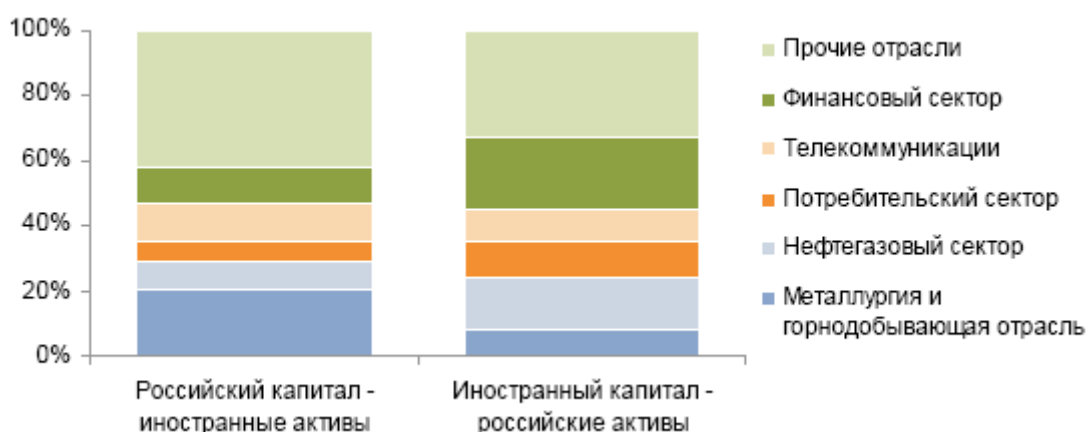
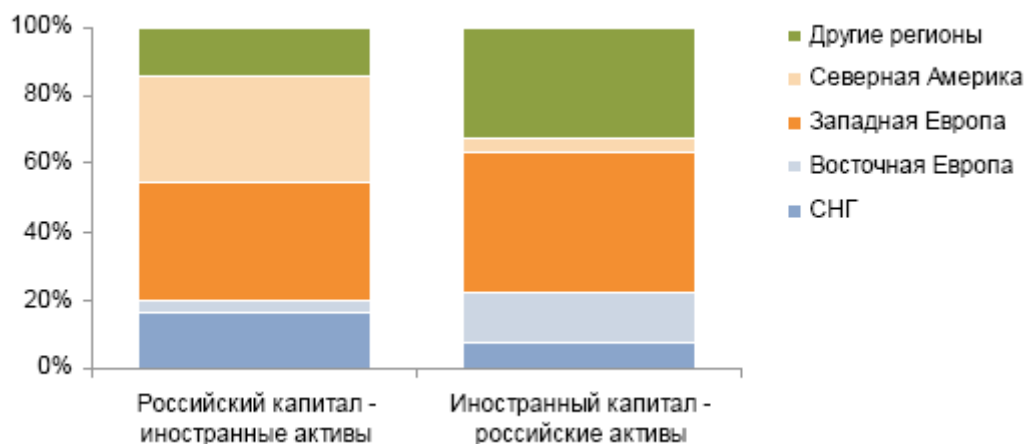


Рис. 13. Отраслевая структура трансграничных сделок в количественном выражении, 2006 г.<sup>75</sup>

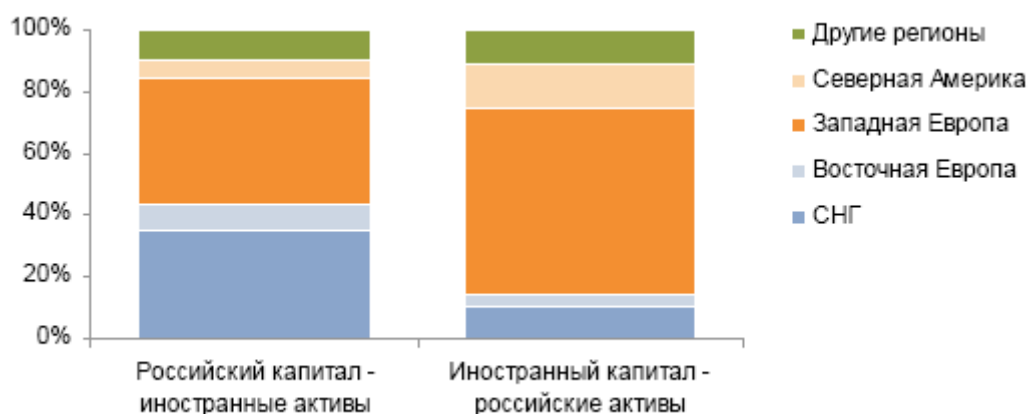
<sup>73</sup> Отчеты KPMG

<sup>74</sup> Там же

<sup>75</sup> Там же



**Рис.14. Географическое распределение трансграничных сделок в стоимостном выражении, 2006 г.<sup>76</sup>**



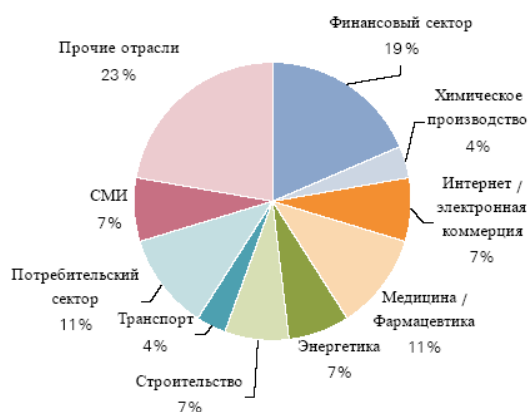
**Рис.15. Географическое распределение трансграничных сделок в количественном выражении, 2006 г.<sup>77</sup>**

<sup>76</sup> Отчеты KPMG

<sup>77</sup> Там же



**Рис. 16. Отраслевое распределение сделок фондов прямых инвестиций в стоимостном выражении, 2006.**<sup>78</sup>



**Рис. 16. Отраслевое распределение сделок фондов прямых инвестиций в количественном выражении, 2006.**<sup>79</sup>

<sup>78</sup> Отчеты KPMG

<sup>79</sup> Там же

## Приложение 2

### Премии в сделках М&А в России.

Таблица 1.

#### Средние уплаченные премии и соответствующие им права.

Размер пакета	Права акционеров (дополнительные права при переходе к соответствующей группе)	Уровень контроля	Диапазон отношения цены акции в сделке к цене акции на фондовом рынке	Среднее значение отношения цены акции в сделке к цене акции на фондовом рынке	Коэффициент контроля при переходе от стоимости 100% собственного капитала компании к соответствующему пакету
менее 1%	Право на участие в общем собрании акционеров общества, участие в распределении прибыли и часть имущества общества при его ликвидации	Ничтожный			
1-10%	Доступ к данным реестра акционеров. Предоставление списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров. Право обращения в суд с иском о возмещении убытков, причиненных обществу.	Мелкий, незначительный пакет	0,7-1,17	0,93	0,49
10-25%	Возможность избрания членов совета директоров. Право требования внеочередного общего собрания акционеров. Право требования проверки финансово-хозяйственной деятельности общества. Расширение объема информации, которая может быть получена.	Средний пакет	0,81-2,52	1,12	0,6
25%+1 акция до 30%	Право блокирования принятия решений общего собрания акционерного общества, для которого требуется 3/4 голосов.	Блокирующий пакет	0,99-2,35	1,39	0,74
30%+1 акция до 50%	Право обеспечения кворума на повторном общем собрании акционеров	Предконтрольный пакет			
50%+1 акция до 75%	Определение количественного состава и избрание совета директоров, досрочное прекращение их полномочий. Утверждение годовой отчетности и внутренних документов. Распределение прибыли, в том числе дивидендов. Одобрение крупной сделки.	Контрольный пакет	1,34-2	1,81	0,96
75%-100%	Возможность принимать все решения на общем собрании акционеров. Внесение изменений и дополнений в устав общества, утверждение новой редакции устава, реорганизация общества. Одобрение крупной сделки с имуществом, стоимость которого составляет более 50% балансовой стоимости активов.	Абсолютно контрольный пакет	1,38-2,7	1,88	1

**Источник:** Размерам уплаченных премий: Жигло А., Устименко В., Стекольников А. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний. // Рынок ценных бумаг. - 2005.- №12. - с.56. Анализ прав и уровня контроля – автор, согласно действующему законодательству.