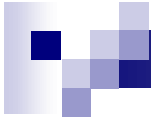




# Слияния и поглощения

Основные этапы и роль инвестиционного банка



*В последнее время в России мы наблюдаем устойчивую тенденцию к росту количества сделок слияний и поглощений компаний. Приятно отметить, что этот процесс стал приобретать все более цивилизованную форму, а компании, участвующие в нем, осознали необходимость привлечения финансовых консультантов, в том числе инвестиционных банков, для проведения сделок такого рода.*

## Что такое слияния и поглощения?

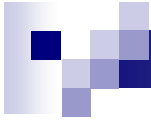
Термин «слияния и поглощения» (Mergers & Acquisitions, M&A) не определен российским законодательством.

Под M&A понимаются процессы, в результате которых происходит слияние компаний. Считается, что большая компания «поглощает» меньшую и получает возможность контролировать её действия и/или приобретает ее активы.

Слияние также может происходить на паритетной основе, в результате чего образуется новая компания.

Сделки M&A могут иметь следующие основные формы (**выделена российская специфика**):

- Сами слияния (соединение компаний в одну),
- Поглощения, приобретение компаний,
- Выкуп акций заемными средствами (“LBO”),
- Выкуп акций менеджментом (“MBO”),
- Враждебное поглощение (“hostile take-over”),
- Изменение структуры собственности,
- «Обратное слияние» (создание публичной компании без “IPO”),
- Выделение и продажа бизнес-единицы (“spin-off”)
- **Установление контроля над менеджментом предприятия либо лицом, представляющим интересы владельца крупного пакета акций;**
- **Приобретение контрольного пакета акций предприятия;**
- **Банкротство предприятия с последующим приобретением ее активов.**



*«Стратегия поглощений - это скупка опыта, капиталов и доступа к покупателю. Она достаточно эффективна, т.к. рынки различны по своей структуре и географическим признакам (культура, предпочтения потребителей, история экономического развития, политика правительства).*

*[Блик и Эрнст (1993)]*

## Возможные цели поглощений

Что делает компанию «целью» для поглощения?

Привлекательные и недооцененные активы!

Приобрести компанию и ее активы стремится тот, кто может их лучше использовать.

При наличии возможности получить выгоду от приведенных ниже факторов, механизм сделок M&A может максимально увеличить стоимость бизнеса поглощающей компании.

### ü Недозагруженные мощности

делают любое производство неэффективным и недооцененным. Если в результате покупки и включения в технологический цикл удастся повысить загрузку, можно ожидать весомого роста прибыли и, следовательно стоимости поглощающей компании.

### ü Низкая стоимость акций

дает возможность за счет их скупки и установления контроля над предприятием получить доступ к активам гораздо большей стоимости.

### ü Уникальность продукции, оборудования или специализация

Единственное в своем роде предприятие имеет больше шансов стать целью поглощения, чем одно из многих.

### ü Наличие специфических активов

Подготовленный персонал, специальные лицензии, деловая репутация делают бизнес более привлекательным для поглощения.



## Различные группы целей, которые могут быть достигнуты через сделки M&A

**Защитные:** поиск возможностей роста за счет:

- приобретений в своем секторе или в другом, приобретения дополняющих активов;
- усиления позиции на рынке через слияния;
- избавления от конкурентов - путем их покупки и захвата их доли рынка.

**Инвестиционные:** компании, менеджеры и инвесторы получают следующие возможности:

- размещать свободные средства;
- участвовать в прибыльном бизнесе;
- скупать недооцененные активы;
- использовать управленческие навыки;
- инвестировать излишки наличности;
- приобрести антициклические или балансирующие активы для портфеля.

**Информационные:** улучшение информированности компании

- о технологиях и затратах поставщиков (пример: покупка IBM нескольких производителей мик-ро-процессоров);
- о предпочтениях потребителей их продукции; при этом не обязательно покупать поставщика или дилера, обеспечивающего 100% потребности в данных услугах для компании. Например, многие оптовые компании на фармацевтическом рынке имеют несколько аптек, для изучения потребительского спроса и его динамики.

## Различные группы целей, которые могут быть достигнуты через сделки M&A

**Инструмент конкурентной стратегии:** создание устойчивого преимущества - повышения барьеров входа на рынок для потенциальных конкурентов, с помощью:

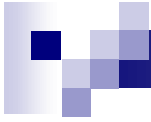
- диверсификации, которая дает больший контроль рисков (ценовых, валютных и др.),
- стабильность и опыт из других производственных сфер, недоступный другим компаниям;
- сокращения времени выхода на данный рынок и получения преимущества первого хода;
- сохранения стабильности и емкости рынка. Приобретение существующей компании дает и нужные производственные мощности, и долю на рынке. Создание же дополнительных мощностей может создать их избыток и снизить уровень цен, что может обесценить инвестиции;
- выхода на рынки других стран (Примеры: «Лукойл», «Газпром», «Юкос»).

**Цели акционеров:** отдельные акционеры могут иметь свои интересы и также использовать сделки M&A для:

- создания партнерства или привлечения стратегического инвестора в свою компанию;
- выделения части бизнеса в отдельную бизнес-единицу или компанию;
- продажи части акций.

---

**Роль финансового консультанта:** профессиональное консультирование по вопросам корпоративной стратегии.



*Экспансия через поглощение не только позволяет реализовать стратегии за достаточно быстрое время, но и позволяет сократить расходы по выходу на новые рынки. Этот вариант особенно привлекателен, если экспансия связана с развитием внеоборотных активов (патентов, торговых марок и т.п.)*

*[Салтер и Вейнхолд (1979)]*





## Основные причины M&A

Основные причины, подталкивающие компании к M&A, можно подразделить на следующие 3 группы:

**I. Внутренние:** стремление к корпоративной синергии и сокращению издержек, например:

- *Приобретение новых навыков:* высоких технологий, налаженных организационных процессов, эффективных рабочих процедур, высококвалифицированного персонала
- *Доступ к новым продуктам, патентам, рынкам, каналам дистрибуции,* позволяющим более эффективно использовать имеющиеся у компании ресурсы и навыки или более успешно достигать поставленные цели
- *Синергетический эффект:* рост рыночной доли и конкурентоспособности, экономии, обусловленной масштабами деятельности, комбинации взаимодополняющих ресурсов, финансовой экономии на масштабах деятельности, в частности, за счет:
  - снижения административных издержек
  - налоговой экономии (приобретение компании с убытками может уменьшить прибыль к налогообложению).
  - более эффективного использования взаимодополняющих ресурсов за счет их комбинирования;

## Основные причины M&A

- *Диверсификация*: снижение рисков сезонности, цикличности производства и сбыта продукции
- *Реструктуризация Баланса*: изменение соотношения обязательства/активы автоматически делает компанию более привлекательной как для заёмщиков так и для инвесторов.
- *Повышение капитализации*: акции крупной компании, акции которой котируются на бирже могут иметь более низкие ставки доходности, что автоматически повышает капитализацию.
- *Приобретение активов*: для компании может быть гораздо более выгодно приобрести акции
- *Повышение стоимости бизнеса*: приобретение недооценённых активов повышает стоимость поглощающей компании.


## Основные причины M&A

**II. Внешние:** изменения внешней среды, которые снижают эффективность текущей деятельности компании и заставляют ее искать новые пути развития, например:

- Изменения в денежной политике, общих темпах экономической активности, политические причины и государственное регулирование, глобализация и т.д.
- Текущие изменения в конкретной отрасли (например, возникновение избыточных мощностей в отрасли в целом - автомобилестроение, рост затрат на разработку - фармацевтика, резкие технологические изменения, и т.д.)

**III. Мотивы руководства:** отражают желание менеджеров компании совершать подобные сделки, например:

- Использование имеющихся личных управленческих навыков для развития других бизнесов,
- «Построение империи» - увеличение размеров компании ради увеличения собственной власти и признания,
- Обеспечение безопасности собственного рабочего места – диверсификация отраслевых рисков и снижение возможности быть поглощенными другой компанией,
- Финансовые выгоды – если вознаграждения высшего менеджмента связано с оборотом компании, курсом акций, и т.д.



*Активизировавшиеся в последние годы в мире процессы слияний и поглощений, связаны со следующими факторами: микроэкономический - изменение структуры себестоимости и соотношения постоянных и переменных затрат в промышленном секторе (увеличение доли постоянных издержек - НИОКР, маркетинг, проч. - и приближение переменных издержек в некоторых видах бизнеса к нулю) макроэкономический - «либерализационный пресс» на всех рынках (приближение реальности к классическому понятию «рынок совершенной конкуренции», ломаются барьеры входа-выхода) человеческий - «давление на стоимость» (увеличение внимания рабочей силе).*

*[Рейчл (2001)]*

## Основные этапы сделки слияния / поглощения (часть I)

- Этап I **Определение предварительной цены поглощаемой компании.** На основе экспертизы финансового, экономического и юридического состояния компании, анализа должной добросовестности (*due diligence*) проводится анализ финансово-хозяйственной деятельности и собственно финансовой отчётности компании и проведение расчетов её примерной рыночной стоимости.
- Этап II Проведение первичных переговоров с поглощаемой компанией, в которых инвестиционный банк выступает как агент компании-покупателя и отстаивает максимально выгодных для компании-покупателя условия.
- Этап III **Заключение предварительного соглашения** о продаже бизнеса с поглощаемой компанией.
- Этап VI **Раскрытие покупателя поглощаемой компании.**  
Проведение переговоров с руководством поглощаемой компании.
- Этап V **Обеспечение свободного доступа аналитиков (free room) к финансовой отчётности** (включая управленческую отчётность) поглощаемой компании.  
Проведение *due diligence* (анализ финансовой отчётности на предмет её соответствия реальности, а также юридической экспертиза поглощаемой компании).

## Основные этапы сделки слияния / поглощения (часть II)

- Этап VI**      **Подробный анализ цены сделки.**  
Рекомендации относительно справедливой рыночной стоимости поглощаемой компании, которые содержат расчёт различных вариантов стоимости поглощаемой компании.
- Этап VII**     **Переговоры: соглашение по цене.**  
Оказание максимального содействия по установлению максимально приемлемого уровня для поглощающей компании.
- Этап VIII**    **Структурирование сделки, возможные участники.**  
На основе анализа финансовой отчётности поглощаемой компании, а также проведённых расчётов, разрабатывается оптимальная структура сделки, что включает:
- n процент Уставного капитала,
  - n количество акций.
- Этап IX**      **Заккрытие сделки.** Операционная часть сделки, связанная с переводом денег и собственно перерегистрация прав на актив. На данном этапе инвестиционный банк получает своё вознаграждение в размере 2-5% от суммы сделки.

---

**Роль финансового консультанта:** предоставлению клиенту услуг на всех этапах сделки.

## Риски при определении цены предложения при покупке компании

- n Риск необоснованно высокой цены (особенно при тендере),
- n Риск недооценки всех последствий сделки,
- n Риск несоответствия приобретённого актива оговоренным параметрам,
- n Риск дополнительных затрат, необходимых для осуществления сделки,
- n Риск приобретения непрофильных активов,
- n Риск потери ключевых менеджеров и специалистов при проводимой реорганизации,
- n Риск выбора наиболее дорогого пути: более «мягкие» формы альянса (т.н. «стратегическое партнёрство») позволят решить те же задачи с наименьшими затратами,
- n Риск срыва сделки из-за неадекватной оценки покупателем поглощаемой компании:
  - .. проблема ассиметричной информации: собственники бизнеса всегда знают о своем предприятии и его перспективах больше. У сторон могут быть различные представления о прогнозах рынков и технологий,
  - .. применение разных критериев и методов оценки,
  - .. различный доступ к ресурсам и рынкам с обеих сторон, что может ухудшать будущее положение компании с уходом прежних акционеров; различия в квалификации управленческих команд.

---

**Роль финансового консультанта:** проведение комплекса работ по оценке и минимизации рисков клиента.

## Прогнозирование эффекта от M&A

- n **Синергия:** дополнительный эффект от объединения ресурсов компаний или операций нескольких компаний. Ожидаемый эффект, увеличение доходов и снижение затрат, обычно описывается по следующей схеме:
- n **Увеличение доходов:** за счет улучшения каналов сбыта и специализации, получения стратегических преимуществ в конкурентной среде, усиления позиции на рынке;
- n **Снижение затрат:** за счет экономии масштабов, экономии на вертикальной интеграции, взаимодополняющих ресурсов;
- n **Снижение налогов:** большее использование заемных средств и лучшее использование внутренних источников инвестиций;
- n **Снижение стоимости капитала:** стоимости размещения ценных бумаг.



## Прогнозирование эффекта от M&A

- n **Оценка стоимости бизнеса компаний и рисков.** Оценка компаний важна для правильного понимания эффективности планируемой сделки, независимо от ее конечного вида. На ее основе формулируется предложение о покупке или слиянии путем обмена акций. Самое значительное влияние оказывают обстоятельства сделки, и барьеры для успешных слияний и поглощений значительны. Если даже и есть возможность приобрести контроль над успешной компанией, то процесс удачного и выгодного поглощения чрезвычайно сложен, ошибки в прогнозах, процессе переговоров и определении цены сделки могут привести к потере ее эффективности. Если мотив покупки - это приобретения «чтобы было как у всех», «у соседа трава зеленее», или просто общие представления об отрасли, то результатом скорее всего будет переоценка привлекательности предприятия.
- n **Уровень доходности.** Инвестиционная стратегия должна включать и планируемый уровень доходности. Задача покупки предприятия или контролирующей доли в нем - это прибыль, доход на инвестиции, но не сам факт установления контроля.

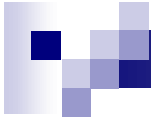
---

**Роль финансового консультанта:** точный расчёт эффектов от сделки M&A. Если экономию можно оценить достаточно точно, то прирост прибыли и ответ рынка можно только прогнозировать. Чтобы составить прогноз, требуется тщательный анализ конкурентной позиции, рынков, технологий, причем точность такого прогноза всегда будет зависеть от множества допущений.

## Роль инвестиционного банка

Роль инвестиционного банка представлена следующими областями:

- n **Финансовый консультант** на всех этапах работ по слиянию/поглощению компании, а именно:
  - .. Проведение анализа должной добросовестности финансовой отчётности поглощаемой компании - due diligence,
  - .. Расчёт справедливой рыночной стоимости поглощаемой компании,
  - .. Прогноз результатов сделки M&A
  - .. Оценка рисков сделки,
  - .. Оценка эффекта синергии сделки,
  - .. Расчёт стоимости бизнеса (акций) после поглощения.
  
- n **Посредник** при ведении переговоров
  - .. Независимый эксперт, отстаивающий интересы своего клиента (компания-продавца),
  - .. Поставщик информации клиенту,
  - .. Организатор переговоров и встреч.
  
- n **Юридический консультант**
  - .. Оформление договоров,
  - .. Разработка юридической структуры сделки.



*Почему число сделок по слияниям и поглощениям растет из года в год во всем мире?*

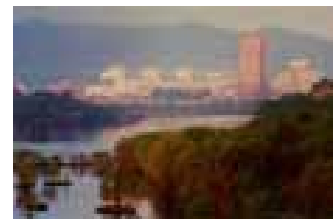
*Последствия глобализации вынуждают компании укрупнять капитал ради более эффективного его использования. Но несмотря на то, что слияния и поглощения являются распространенными сделками, проблема их эффективности стоит достаточно остро.*

## Пример M&A: МТС – Сибчеллендж

ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (МТС) - крупнейший оператор мобильной связи в России, которая обслуживает более 12,8 млн. абонентов. Население 61 регионов России, а также Беларуси и Украины, «покрываемых» лицензией GSM - около 173 млн. человек. Акции МТС котируются на Нью-йоркской фондовой бирже.

В 2003 г. МТС, осуществила сделку **поглощения**, приобретя 100%-й пакет акций компании Сибчеллендж, оператора сотовой связи в Красноярском крае России. Сумма сделки составила \$45,4 млн.

Красноярский край - огромный промышленно развитый регион РФ. Отсутствие сети в этом регионе означает не только упущенные доходы. В гораздо большей степени такое положение вещей является потерей для имиджа компании. Главное конкурентное преимущество, которое МТС пытается донести до своих клиентов – это связь в любой точке, «Где бы вы ни были!» – гласит рекламный девиз компании. Поэтому получить возможность выхода в регион являлось принципиальной возможностью.



## Пример M&A: МТС – Сибчеллендж

**Стратегические соображения.** МТС неоднократно подтверждала стратегию региональной экспансии, направленную на поглощение региональных операторов сотовой связи.

**Соображения затрат.** Выход на рынок Красноярского региона путем поглощения «Сибчеллендж» был единственно оправданным с точки зрения затрат. Практически весь спектр свободных частот в дефицитном диапазоне 900 МГц в регионе был распределен между уже действующими там операторами. Развертывание сети в диапазоне 1800 МГц как правило выливается в удвоенные затраты, что, учитывая масштабную территорию региона, являлось серьезным критерием неэффективности такого инвестиционного проекта.

Приобретение «Сибчеллендж» дал МТС уникальную возможность развивать свою деятельность в одном из ключевых регионов Сибири, промышленно развитом регионе РФ, с огромным потенциалом роста. Поглощение «Сибчеллендж» - еще один шаг по укреплению положения МТС в Сибирском федеральном округе.

Красноярский край стал 59-м регионом России, где МТС владеет GSM-лицензией. Приобретение «Сибчеллендж» автоматически увеличивает население лицензионной зоны МТС до 172,2 млн. человек (из которых 113,2 млн. живут в России, 49 млн. — в Украине, и 10 млн. — в Беларуси).

---

**Роль финансового консультанта:** содействие в выработке корпоративной стратегии и оценка целесообразности использования инструментов M&A для её реализации.

## Пример M&A: МТС – Сибчеллендж

Проведя сделку, компания-покупатель (МТС) приобрела следующие активы Сибчеллендж:

- Абонентскую базу Сибчелленджа - около 130 тыс. пользователей, или 40% Сибирского региона.
- 106 базовых станций и два центра коммутации – сеть, которая охватывает основные центры Красноярского края: Красноярск, Норильск, Ачинск, Минусинск и Дудинка (Таймырский край) и проч.
- Среднюю ежемесячную выручку от продажи услуг в расчете на одного абонента (ARPU «Сибчелленджа» - \$21 за 2002 год и \$20 за первый квартал 2003 года.  
Чистую задолженность компании - \$9,4 млн.
- Лицензию на предоставление услуг мобильной связи в стандарте GSM-900/1800 и D-AMPS в Красноярском крае, республике Хакасия и Таймырском автономном округе. Население лицензионной территории составляет около 3 млн. человек. Ранее у МТС не было лицензии на предоставление услуг сотовой связи в этом регионе.

---

**Роль финансового консультанта:** оценка активов поглощаемой компании и степень их полезности для поглощающей компании с учётом максимизации рыночной стоимости последней.



## Конкурентная среда

Тщательный анализ конкурентного окружения поглощающей компании позволяет сделать следующие выводы:

- Каким компаниям в принципе необходима поглощаемая компания,
- Какие компании могли бы приобрести поглощаемую компанию,
- Какие компании наиболее вероятно составят конкуренцию на приобретение поглощаемой компании,
- Сколько компании-конкуренты готовы предложить за поглощаемую компанию.

Исследовав конкурентное окружение по вышеизложенным позициям, инвестиционный банк делает следующие заключения:

- Предполагаемая цена сделки: сколько компании-покупателю необходимо будет предложить за поглощаемую компанию,
- Соответствует ли предлагаемая цена справедливой рыночной стоимости поглощаемой компании.



## Конкурентная среда

### Конкурентное окружение сделки поглощения МТС компании Сибчеллендж

**Альфа-Эко.** Учитывая то, что по некоторым данным незадолго до заключения сделки с МТС компания Альфа-Эко предлагала за Сибчеллендж \$65 млн., МТС удалось заключить выгодную сделку, купив абонента красноярского оператора всего за \$45 – меньше, чем стоимость предыдущей покупки МТС – ТАИФ Телком.

**Вымпелком.** С другой стороны, собственники Сибчеллендж понимали принципиальную важность своей компании для конкурирующих между собой Вымпелкомом и МТС. Поэтому они вели переговоры о продаже сразу с обеими компаниями, пытаясь устроить между конкурентами аукцион и получить за свой бизнес максимальную цену.

---

**Роль финансового консультанта:** оценка конкурентного окружения и его влияния на стоимость сделки.





## Заключение

**Слияния и поглощения** – один из самых драматических разделов корпоративных финансов. Сделки могут объявляться и отзываться, длиться месяцами, превращаться в корпоративные войны. По сути - это инструмент, используемый в конкурентной борьбе, для образования альянсов и новых компаний в ходе структурных изменений под действием конкуренции и изменения макроэкономических условий.

M&A необходимо рассматривать как один из сильных рычагов, которые должны всегда активно присутствовать в арсенале корпоративных менеджеров, постоянно входить в стратегические планы компаний.

Наряду с внутренними инвестициями руководители компаний должны рассматривать совместные с другими фирмами внешние инвестиционные возможности. Выбор стратегии интеграции, форм и методов объединения, а также реструктуризации зависит как от структуры рынка, так и от инвестиционных целей самих участников сделок.

Для того, чтобы обеспечить выгодность сделок слияния и поглощения, требуется тщательный анализ изменения конкурентной среды, технологий, последствий ответов конкурентов,. Анализ выгодности должен основываться на доходности инвестиций, прогнозируемости бизнеса, и не подменять это целью достижения полного контроля.