



# **Слияния и поглощения: причины неудач и проблемы оценки эффективности**

А. Мертенс

Международный институт бизнеса

[www.iib.com.ua](http://www.iib.com.ua)



# Цели слияний и поглощений

- Рост
- Синергия:
  - технологии
  - увеличение рыночной власти (горизонтальная интеграция)
  - координация (вертикальная интеграция)
  - диверсификация
- Размещение свободных финансовых ресурсов

# Недавний опыт развитых рынков: поглощения в США в 1995 - 2001 гг.



- 61% крупных сделок слияний и поглощений в 1995 - 2001 гг. закончились неудачей
- по самым скромным оценкам потери инвесторов в результате неудачных поглощений в США составили в 1995 -2001 гг. более 1 трлн. долларов
- большинство неудач наблюдалось и в предыдущих "волнах" поглощений (в 70-е и 80-е гг.)



# Причины неудач

- покупатели переплачивают за приобретаемые компании ("проклятье победителя")
- переоценка потенциальных выгод от поглощений
- неэффективное осуществление процесса объединения компаний после совершения сделки

**НО: если сделка неэффективна в момент принятия решения, она никогда не станет эффективной**

# Слияния и поглощения в Украине



- "Украинские компании не продаются"
- Одна из причин - неэффективные технологии:
  - подготовка сделки
  - финансирование сделки
  - управление бизнесом после поглощений
- Оценка стоимости
  - инструмент торга
  - инструмент управления бизнесом



# Стоимость поглощаемой компании

- Украинская практика
  - аналоги
  - стоимость активов
  - коэффициенты
- Что обычно игнорируется либо оценивается неадекватно
  - ┌ денежные потоки
  - ┌ синергии
  - ┌ налоговые эффекты
  - ┌ эффекты финансирования
  - ┌ возможности (опционы)



# Почему не используются современные методы анализа стратегических решений

- Метод неадекватен проблеме (недостаток компетенции); следствие > использование неадекватных методов порождает разочарование в современных финансовых технологиях в целом
- Нет процедур подготовки стратегически важных решений; следствие > рост риска принятия неэффективных решений
- Нет взаимопонимания между аналитиками (или внешними экспертами), оценивающими денежные потоки, и менеджерами, управляющими этими потоками; следствие > жизнь идет по сценарию, не имеющему ничего общего с планами, существовавшими на этапе совершения сделки

# Типичные черты слияний и поглощений



- сложная и изменяющаяся во времени структура финансирования;
- наличие множества эффектов синергии (предприятие не может рассматриваться изолировано от взаимосвязей внутри финансово-промышленной группы);
- наличием не только существующих активов, генерирующих предсказуемые денежные потоки, но и множеством возможностей, реализация которых зависит от будущих условий;
- сложные схемы и механизмы налогового планирования;
- непредсказемость и непрозрачность системы корпоративного управления, что критически важно при создании альянсов, осуществлении проектов, совместно финансируемых несколькими инвесторами, создании совместных предприятий.





# Недостатки

## "традиционных" подходов (1)

- Аналоги и коэффициенты: каждый объект обладает слишком большим количеством "особенных" и даже "уникальных" свойств
  - структура бизнеса
  - налоговый статус
  - структура финансирования
  - положение внутри бизнес-структуры
  - внешняя среда
  - нематериальные активы и "возможности"
  - менеджмент



# Недостатки

## "традиционных" подходов (2)

- Традиционный DCF на основе WACC: слишком существенны упрощающие предположения:
  - отсутствие связи между прогнозируемыми потоками и теми потоками, которыми фактически управляет менеджмент
  - нет различий в уровне риска различных составляющих денежного потока
  - структура финансирования считается неизменной
  - невозможность адекватной оценки эффектов синергии
  - невозможность адекватно оценить влияние корпоративного управления на стоимость бизнеса

# Современные методы оценки



- Метод APV (Adjusted Present Value)
  - разложить стоимость на составные части:
    - *стоимость бизнеса как отдельно взятой компании, финансируемой за счет собственных средств*
    - *стоимость налоговой защиты*
    - *стоимость других "побочных" эффектов и синергий*
    - *создание стоимости за счет снижения риска*
    - *и т.д.*
  - └ управлять стоимостью
- Метод ECF (Equity Cash Flow)
  - └ учесть изменения в финансировании
  - └ учесть особенности "дележа пирога" (системы корпоративного управления)
- Оценка реальных опционов (Real Options Valuation)
  - └ учесть стоимость "возможностей"

# Стоимость компании



АКТИВЫ

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И  
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ

ПРОШЛЫЕ  
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ  
РЕШЕНИЯ:

ОПЕРАЦИИ  
(СУЩЕСТВУЮЩИЕ  
АКТИВЫ)

БУДУЩИЕ  
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ  
РЕШЕНИЯ

ВОЗМОЖНОСТИ  
(РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ)

ТРЕБОВАНИЯ КРЕДИТОРОВ

ТРЕБОВАНИЯ  
СОБСТВЕННИКОВ  
(СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ)



# Синергия и APV: пример

- $V_A = 100$        $V_B = 10$
- $V_{A+B} = 122$ 
  - приведенная стоимость сокращения издержек = 3
  - приведенная стоимость налоговой защиты = 5
  - приведенная стоимость сокращения налогов = 1
  - сокращение оборотных средств = 3
  - **СУММАРНАЯ СТОИМОСТЬ СИНЕРГИЙ = 12**

**=> APV может стать инструментом управления и контроля, "раскладывая по полкам" факторы создания стоимости**



# Реальные опционы: пример

- Компания обладает активом (*примеры - участок земли; право на ведение определенного вида бизнеса в данном регионе; технология; и т.д.*)
- Инвестиции, необходимые для того, чтобы данный актив начал приносить доходы равны 10 млн.
- Приведенная стоимость доходов равна 9 млн.
- => осуществлять проект сегодня невыгодно
  
- Означает ли это, что проект будет невыгоден и в будущем, в изменившихся рыночных условиях?
- Стоит ли чего-то эта возможность сегодня?



**СЕМИНАР ПО ПРОБЛЕМАМ  
КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ для:**

- **менеджеров высшего звена средних и крупных предприятий**
- **специалистов подразделений корпоративных финансов банков и инвестиционных компаний**
- **финансовых консультантов и аналитиков**

**СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ:**

- **стратегические инвестиционные решения**
- **источники финансирования**
- **слияния и поглощения**