



Слияния и поглощения: причины неудач и проблемы оценки эффективности

А. Мертенс

Международный институт бизнеса

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;
- непредсказимость и непрозрачность системы корпоративного управления, что критически важно при создании альянсов, осуществлении проектов, совместно финансируемых несколькими инвесторами, создании совместных предприятий.



Недостатки

"традиционных" подходов (1)

- Аналогии 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**