

30 | Оцениваем сделки



Александр Волчков

генеральный директор
Eastway Capital LLC

Характер сделок по слиянию и поглощению в России (*Merges and Acquisitions, M&A*) за последние несколько лет значительно изменился: наблюдается переход от корпоративных захватов к цивилизованным М&А-сделкам. Это обуславливает новые требования как к сторонам подобной сделки, так и к их финансовым советникам.

Слияния и поглощения: что это такое?

Сделки по слияниям и поглощениям среди компаний прочно зарекомендовали себя в международной практике как один из ключевых инструментов стратегии форсированного развития бизнеса. Все сделки по слияниям и поглощениям можно разделить на две большие группы: *дружественные* и *недружественные*. Под дружественными поглощениями понимают сделки, в которых обе стороны — и поглотитель (*acquirer*), и поглощаемая компания (*target*) заинтересованы в осуществлении сделки или как минимум не противодействуют ей. При этом стороны достигли согласия по существенным условиям сделки, включая стоимость поглощаемой компании, а

также порядок расчетов. Следует отметить, что в российской действительности в понятие «недружественное поглощение» вкладывается совсем иной смысл, нежели это принято в международной практике. Исключительно популярные в 1990-х гг. в России действия по внедрению поглотителя в компанию (через скупку долгов и другими методами, через последующую инициацию банкротства и захват контроля) довольно сложно классифицировать как недружественное поглощение в классическом понимании. Поэтому, чтобы избежать путаницы, я предлагаю подобные действия по «российскому поглощению» компаний называть корпоративным захватом.

Однако в последние годы благодаря общему позитивному развитию ситуации в стране, а так-

же кропотливой работе инвестиционных банков и ИВ-структур приоритеты стали постепенно склоняться в сторону «западного», или классического, подхода. Все чаще самые крупные сделки слияния и поглощения, заключаемые сейчас в разных отраслях российской экономики, основаны именно на классическом, дружественном подходе, когда обе компании — и поглощающая, и поглощаемая — проявляют обоюдную заинтересованность в достижении успеха.

С классической точки зрения понятия слияния и поглощения неравнозначны. Слияние — это, как правило, объединение равных компаний и создание конгломерата на равных условиях. Однако надо признаться, что не только в России, но и во всем мире то, что формально называется слиянием, на деле часто является поглощением, поскольку в результате одна компания фактически получает контроль над другой.

Как происходит слияние? Оно имеет место в том случае, когда на базе двух компаний образуется одна. В качестве примера можно привести планировавшееся слияние ЮКОСа и Сибнефти. То, что происходит между *British Petroleum* (BP) и ТНК, можно назвать слиянием лишь с натяжкой. Несостоявшееся объединение Силловых Машин с Объединенными Машиностроительными Заводами тоже, наверное, правильнее считать поглощением.

В ситуации же поглощения поглощаемая компания часто перестает существовать как самостоятельное юридическое лицо, перенося все бизнес-процессы в рамки структуры поглотителя, либо становится стопроцентной (или почти стопроцентной) «дочкой» того, кто ее поглотил. Такие примеры особенно характерны для телекоммуникационной индустрии, где бизнес по большей части строится вокруг лицензий на предоставление телекоммуникационных услуг. Лицензии выдаются конкретному юридическому лицу, и ни его правопреемник, ни компания, которая образовалась в результате слияния юридическо-

го лица с кем-либо еще, ни материнская компания юридического лица не могут перевести «на себя» лицензии, выданные «дочке». Поэтому, чтобы сохранить лицензии поглощаемой компании, поглотителю не остается ничего другого, кроме как сохранить поглощаемую компанию в собственной холдинговой структуре.

Основные причины поглощения

Инициатором процесса может быть как поглотитель, так и собственник (собственники) поглощаемой компании. По мере формирования крупных российских корпораций, а также прихода крупных международных игроков на российский рынок конкуренция во многих индустриях значительно ужесточилась. В этих условиях небольшие российские предприятия начинают понимать, что уже не могут успешно конкурировать на рынке. Это связано с такими факторами, как совершенно иной уровень доступа к рынку капиталов (и, как следствие, принципиальные различия в бюджетах на то или иное направление развития), экономия на масштабе (когда удельные издержки на единицу продукции для крупных корпораций обычно ниже, чем для небольшого бизнеса). В этой ситуации у акционеров и менеджмента компании есть несколько альтернатив, основные из которых — финансирование развития за счет привлечения инвестиционных ресурсов, чтобы можно было выйти на уровень, позволяющий конкурировать с мировыми «монстрами», либо продажа компании поглотителю (стратегическому инвестору) и дальнейшее развитие бизнеса уже внутри большого холдинга.

Виды сделок по слияниям и поглощениям

С одной стороны, небольшая компания понимает, что в одиночку она не выживет, и пытается найти того, кто, во-первых, заинтересован в поглощении подобной компании, а во-вторых, готов предложить разумные условия как в плане оценки, так и в плане сохранения профиля и трудового коллектива поглощаемой компании.

С другой стороны, идет и обратный процесс. Существуют большие компа-

нии, которым не хватает какого-то звена в цепочке. Обычно это вертикально интегрированные структуры. Например, вы владеете крупной нефтяной компанией. У вас есть нефтяное месторождение, но вам хочется не просто добывать и продавать нефть, но и перерабатывать ее. Вы покупаете нефтеперерабатывающий завод, начинаете производить и продавать потребителям уже не саму нефть, а нефтепродукты, что позволяет получить дополнительную прибыль. Если вы пойдете дальше по производственной цепочке, построив еще и розничную сеть бензоколонок, то в вашей цепочке добавится новое звено — следовательно, прибыль снова увеличится. Вертикально интегрированные компании хороши тем, что позволяют своим акционерам не только максимизировать прибыль, владея всей производственной и сбытовой цепочкой, но и меньше зависеть от конъюнктуры рынка. Так работает *вертикальная интеграция*. Соответственно, сделка слияния и поглощения (приобретение НПЗ или сети бензоколонок нефтедобывающей компанией) — типичный пример вертикальной интеграции.

Горизонтальная интеграция производится по следующему сценарию. У вас есть, скажем, лесоперерабатывающий комбинат. Вы понимаете, что, взяв под контроль еще один конкурирующий комбинат, повысите мощности и объем переработки, но при этом накладные расходы, связанные с деятельностью холдинга (административные и маркетинговые расходы, расходы отдела продаж, юридического отдела и т. п.), не увеличатся. Получается, что при поглощении компаний, аналогичных вашей, доходная часть у вас растет заметно быстрее, чем расходная, поэтому поглощения однотипных предприятий (т. е. горизонтальные поглощения) тоже выгодны. При этом, однако, не следует забывать о том, что процесс интеграции поглощенной компании в структуру поглотителя далеко не всегда протекает гладко.

Диверсификация бизнеса через сделки поглощения осуществляется путем покупки компаний, работающих как в смежных отраслях, так и в направлениях, не связанных с вашей сферой бизнеса. В идеальном варианте новое приобретение должно компенсировать слабости и подчеркнуть сильные стороны компании-поглотителя. К примеру, вы

Eastway Capital — компания, созданная в 2003 г. командой профессионалов в области инвестиционно-банковского бизнеса и прямых инвестиций. Специалисты этой компании имеют за плечами десятки успешно завершённых сделок и помогли своим клиентам получить на операциях с крупными пакетами акций прибыли в миллионы долларов.

производитель мороженого. Известно, что этот товар пользуется повышенным спросом лишь с мая по сентябрь, но при этом у вас есть холодильные мощности на охраняемой территории, и соответствующие затраты вы несете круглогодично. Как повысить ваши доходы и сделать их более равномерными? Одним из решений может стать поглощение компании, занимающейся торговлей замороженными полуфабрикатами, которые пользуются спросом круглый год. Один из примеров такого удачного сочетания направлений бизнеса — компания «Талосто» (производитель мороженого и замороженных полуфабрикатов).

Однако помимо сезонных колебаний существуют и другие, наблюдаемые в течение четырех-/пятилетних циклов в некоторых индустриях. Если, например, посмотреть на целлюлозно-бумажную промышленность, можно заметить, что каждые четыре-пять лет происходит существенный обвал цен на готовую продукцию, бумагу. Поэтому, если вы имеете холдинг по производству бумаги, который в течение года-двух в пределах отраслевого цикла имеет отрицательные денежные потоки, несет убытки и берет кредиты, вам желательно освоить выпуск какой-либо еще продукции, которая поможет в годы кризиса стабилизировать денежный поток или, по крайней мере, не довести его до отрицательной величины.

Сибнефть через аффилированную структуру *Millhouse* направляла значительные ресурсы в молочные производства, мясокомбинаты и т. п. Металлургические холдинги «Северсталь» и «Базовый Элемент» часть ресурсов инвестируют в российскую автомобильную промышленность. Компании задумываются о том, что в качестве запасного варианта нужно иметь и другие активы, которые послужат альтернативным источником дохода, когда основной бизнес будет на спаде.

Негативной стороной такой деятельности могут стать повышенные риски, связанные с распылением финансовых и человеческих ресурсов. Так, кадровый состав компании, который будет заниматься не только нефтью, но и поиском других сфер приложения капитала, может оказаться коррумпированным, купленные предприятия — неэффективными, а сделки — непрофессиональными и недальновидными.

Как оценивается поглощаемая компания?

Чтобы начать переговоры с потенциальным поглотителем, акционеры сами оценивают свой бизнес, и поглотитель оценивает для себя поглощаемый бизнес. Надо сказать, что точно так же фонды прямых инвестиций оценивают компании, в которые предполагается инвестировать.

Существует несколько методов оценки.

1. *Метод оценки по дисконтированным денежным потокам.* Строится план развития, скажем на пять лет, на основе которого рассчитываются денежные потоки, генерируемые компанией, и дисконтируются исходя из рисков, возможных для России в целом, определенной отрасли промышленности и конкретного предприятия. Полученная величина увеличивается на приведенную дисконтированную стоимость денежных потоков, генерируемых компанией в постпрогнозируемом периоде. Составив несколько вариантов развития бизнеса, мы можем получить представление о стоимости компании (бизнеса).

2. *Метод сравнимых сделок.* Если мы продаем, например, сеть аптек, то за точку отсчета можно взять предприятие, имеющее примерно аналогичное количество аптек на российском рынке или на рынке, аналогичном российскому по уровню риска. Нужно рассмотреть такие показатели, как стоимость 100%-ного акционерного капитала и всех долгосрочных заимствований компании, соотношенная с годовой выручкой в долларах за последние 12 месяцев, или показатель прибыли до процентных расходов, налогообложения и амортизации (*EBITDA*), или показатель количества торговых метров площади и др. Все эти показатели можно выстроить в таблицу и вычислить средний коэффициент для сети аптек на российском рынке по всем сделкам, которые были заключены в течение нескольких лет, сравнив их: а) по виду деятельности, б) по рискованности работы в регионах, в которых они находятся, в) по размерам, т. е. сети аптек не должны отличаться друг от друга на порядок. Если в России не было аналогичных сделок или вы не можете найти достоверную информацию о таковых, можно проанализировать аналогичные сделки с сетями аптек в других регионах, на

других развивающихся рынках, которые считаются столь же рискованными, как Россия, и применить их коэффициенты к российскому бизнесу.

3. *Метод оценки по активам.* Если ваше предприятие остановлено или выработка от него мизерная, но у вас есть земля, инфраструктура, стены и станки, которые по рыночным ценам стоят относительно дорого, можно оценивать предприятие не по денежным потокам, не по методу сравнимых сделок, а именно по стоимости активов. Если активы предприятия стоят 2 млн долл., оценка всего бизнеса составляет 2 млн долл., даже если выручка нулевая и есть затраты на содержание всей инфраструктуры.

Пожалуй, три вышеописанных метода оценки бизнеса можно назвать самыми распространенными. Третий метод очень часто применяется в Москве, где в последнее время сильно выросла стоимость земли и убыточные или фактически не работающие советские предприятия продаются по цене активов, безотносительно к генерируемым ими денежным потокам.

Хочу упомянуть еще один важный момент.

Осуществление сделок по слияниям и поглощениям — крайне сложная задача: каждая сторона может крупно выиграть, осуществив сделку профессионально, или крупно проиграть по неопытности.

Поглотителю, для которого такая сделка зачастую уже не первая, обычно приходится легче: он, как правило, достаточно искушен в переговорах, а также знает, как структурировать сделку и оценить предприятие. В свою очередь, если продавцом является предприниматель, который несколько лет назад сам создал бизнес, сам поднимал его, довел до определенного масштаба и теперь хочет продать, то, как правило, сделка слияния или поглощения является первой в его жизни. Он никогда не попадал в подобную ситуацию и не знает, как действовать. Даже если предприниматель добился успеха в развитии своего дела — в оказании каких-либо услуг или производстве продукции, — это вовсе не значит, что он может хорошо и правильно оценить и продать бизнес.

Подобная процедура требует высокого мастерства и профессиональных навыков, а также многолетнего обучения.

Если поглощающая компания часто заключает сделки слияний и поглощений, в ней обычно существует специальное структурное подразделение, где работают профессионалы, имеющие опыт работы в инвестиционных банках. Эти люди провели не один десяток сделок, так что умеют успешно оценивать и структурировать сделки. Поглощаемая компания не может позволить себе такую роскошь, как подразделение по слияниям и поглощениям, поэтому разумный выход — нанять под одну конкретную сделку профессионального финансового советника, который оценит стоимость компании, напишет правильный инвестиционный меморандум и составит правильную финансовую модель с оценкой стоимости бизнеса. А что еще более важно, правильно структурирует отношения с поглотителем и максимально защитит интересы акционера поглощаемой компании. Переговоры ведет, как правило, финансовый консультант вместе с акционерами поглощаемой компании (или как минимум в их присутствии). Это очень важный момент. Обычно финансовыми консультантами являются инвестиционные банки, иногда — консалтинговые компании, которые специализируются именно на инвестиционных сделках и сделках по слияниям и поглощениям, либо те же аудиторские компании, у которых есть сильное подразделение корпоративных финансов.

Недостатки слияний и поглощений

Первый и, как мне кажется, самый большой минус — это «забюрокрачивание» структуры. За счет чего выживают небольшие компании (в данном случае будем считать небольшими компании с годовой выручкой до 200—300 млн долл. и численностью персонала до 1 тыс. человек)? В первую очередь за счет своей гибкости. Такие фирмы быстро реагируют на изменения рынка, потребительского спроса, вновь появившиеся тенденции. В случае, например, победы на тендере и появления быстрого заказа небольшой компании легче быстро увеличить объемы производства, закупить и поставить новую технологическую линию, расширить свой штат. Руководство

и акционеры таких компаний гораздо быстрее принимают решения и более мобильны. Пока в огромной структуре вопрос пройдет через все департаменты, пока его согласуют и примут решение, маленькая фирма успеет произвести все необходимые изменения, принять решение, выиграть тендер и начать производить продукцию или оказывать услуги. Как только такая компания входит в большую структуру, ключевые вопросы (если делегирования полномочий не произошло) отправляются на самый верх, где руководство в силу нехватки времени, внимания или каких-либо других причин не всегда своевременно реагирует на требования рынка, что и влечет за собой негативные последствия для бизнеса.

Второй минус — потеря мотивации. Если руководитель предприятия является одновременно и основным собственником, часто даже единственным, то он с финансовой точки зрения заинтересован работать хорошо и эффективно. Но как только бизнес продан, вступает в действие другая мотивация. Даже оставаясь руководителем компании, человек частично теряет личный интерес и работает менее активно. Если же вместо собственника на должность руководителя назначают наемного менеджера, который часто видит себя обычным чиновником-функционером от бизнеса, то стимулов для того, чтобы активно развивать этот бизнес, остается и того меньше. И чем ниже у такого чиновника материальная мотивация (зарплата, бонусы и прочие стимулы), тем меньше он заботится о том, как эффективно развивать управляемый бизнес, как работать больше.

Заключение

От каких ошибок хотелось бы предостеречь акционеров, которые хотят выгодно продать свой бизнес или эффективно привлечь инвестиции?

Первое: часто акционеры даже приблизительно не представляют стоимость своего бизнеса и выходят к потенциальному покупателю с предложением о продаже. Конечно, сделка не может состояться цене, далекой от справедливой (я не беру случаи, когда у продавца есть нерыночные механизмы воздействия на покупателя и он может сделать предложение, от которого покупатель «не сможет отказаться»). Пыта-

ясь продать свой бизнес по сильно завышенной цене, продавец после долгой мытарств назначает уже справедливую цену, но, как ни странно, опять не находит понимания. *Во-первых*, потому, что всем потенциальным покупателям его компания уже набилась оскомину и работала стойкие негативные ассоциации (инвестиционные банкиры называют такую ситуацию «испорченным рынком»). *Во-вторых*, видя, что изначальная цена заметно снизилась, потенциальные покупатели воспринимают эту перемену настороженно (не иначе, в компании «что-то не так»). Профессионально оценить бизнес и аргументированно отстаивать эту оценку может лишь тот, кто воспользовался тремя вышеописанными методами.

Второе: предприниматели, оценивая свой бизнес, часто пытаются складывать результаты или их отдельные слагаемые, полученные при использовании других методов оценки. Например, владельцы издательского дома предлагают к стоимости бизнеса, рассчитанной по методу дисконтированных денежных потоков, добавить стоимость нематериальных активов (прав на СМИ и их названия), забывая о том, что как раз благодаря всем материальным и нематериальным активам существует этот бизнес, позволяющий генерировать денежные потоки, которые учтены в оценке, сделанной по первому методу (*DCF*).

Третье: часто владелец, который хочет продать свой бизнес и знает одного из возможных покупателей (поглотителя), не понимает, в каких целях нужно привлечь инвестиционный банк. Есть продаваемая компания (*target*), есть поглотитель (*acquirer*) — и дело в шляпе. Оказывается, знать поглотителя — еще полдела. Как известно, дьявол кроется в деталях, и на достижение согласия во всех этих «мелочах» (прежде всего оценке) уходит 90—95% работы по сделке.

Есть еще много сложностей и потенциальных дорогостоящих ошибок, которые подстерегают участников сделок по слияниям и поглощениям. Все тонкости невозможно описать в общих чертах. Но в целом стоит отметить, что рынок сделок становится все более и более цивилизованным — все больше сделок осуществляется без криминала и силовых захватов, к обоюдному удовлетворению сторон.