



*Профессионалы
международного класса о
стоимости M&A сделки*

Лев Голубец

Партнер
PricewaterhouseCoopers
<http://www.pwc.com/ua/>

Создание стоимости M&A сделки

Первые несколько лет нового столетия ознаменовались невиданным всплеском слияний и поглощений в развивающихся странах Центральной и Восточной Европы, благодаря качественному рывку в развитии экономики. Для украинского рынка M&A 2007 год был более чем успешным, прогнозируемая сумма сделок по итогам года увеличилась почти втрое – до 15 миллиардов долларов США.

Продажа или покупка бизнеса – это важный компонент корпоративной стратегии. Международные компании используют слияние/поглощение (mergers and acquisitions, M&A) либо как средство для выхода на развивающийся рынок, либо как инструмент, помогающий укрепить свои позиции на рынке. Одной из главных стратегических целей бизнеса является создание стоимости компании для акционеров путем приобретения новых технологий, а также увеличения продаж и открытия новых каналов распространения продукции с одновременным понижением затрат на их содержание либо привлечения новых клиентов для уже существующих продуктов и услуг.

Однако исследования показали, что большинство слияний и приобретений не привели к созданию стоимости, тем самым не оправдав возложенных ожиданий. К сожалению, потенциально выигрышные сделки часто терпят неудачу из-за неумелого применения тщательно продуманной стратегии и неэффективно организованных имеющегося персонала, бизнес-процессов и технологий.

Украинские компании могут провести масштабные преобразования и получить максимальную выгоду от привлеченного капитала и новых

технологий, ставших доступными после слияния. Ведь дополнительная стоимость, созданная в результате сделки, разделена не только между покупателем и продавцом, но и между акционерами, а также другими заинтересованными сторонами (такими как местные органы власти либо экономика).

В то же время можно ускорить создание дополнительной стоимости сделок, проводимых международными корпорациями, за счет лучшего понимания того, как компания-покупатель создает стоимость сделки на протяжении всего процесса интеграции компаний – от расстановки целей до действий после завершения интеграции. А так как украинский бизнес сегодня положительно реагирует на процесс слияний и поглощений, интеграционный/инвестиционный профиль риска уменьшается, и потенциальные компании-покупатели все чаще рассматривают возможности инвестировать в украинскую экономику.

M&A климат. Иностранцы корпорации и частный акционерный капитал продолжают приобретать активы в Украине. По данным компании ISI Emerging Markets, в первом квартале 2008 года состоялось 155 M&A сделок и 2 ECM (equity capital market) транзакции с участием украинских компаний, включая как состоявшиеся, так и официально объявленные сделки (табл.1а).

Общая сумма M&A и ECM сделок составила 2,1 миллиарда долларов США (в 2007 году – более 600 и 25 сделок, соответственно, общей стоимостью более 15 миллиардов долларов США).

Инвестиционный потенциал Украины очень высок, она может стать одной из ведущих стран с

развивающейся экономикой в Центральной и Восточной Европе с точки зрения привлечения прямых и портфельных иностранных инвестиций, благодаря большому внутреннему рынку, наличию квалифицированной и относительно недорогой рабочей силы, мощному научно-техническому потенциалу и богатым природным ресурсам.

Однако частным украинским и иностранным инвестициям препятствуют политическая нестабильность, высокая инфляция, неоднозначное законодательство, слабо развитая промышленная и социальная инфраструктура и коррупция. Вместе все эти факторы понижают инвестиционную привлекательность страны. По мнению инвесторов, наиболее подверженные коррупции отрасли – это энергетика, земля и недвижимость, а также транспорт. Другие препятствия, обеспокоившие инвесторов, касаются корпоративного управления и защиты прав акционеров в Украине. Поэтому без четкого определения отношений между советом директоров, высшим руководством и акционерами рост украинских компаний и экономики в целом замедлится из-за нехватки капитала.

Инвестиционные риски в M&A сделках.

В недавнем прошлом зарубежные инвесторы часто закрывали глаза на неразвитость корпоративного управления в Украине, поскольку были мотивированы получением высокой прибыли и новыми инвестиционными возможностями в молодой, развивающейся экономике. Сегодня, с укреплением украинской экономики и улучшением показателей в нескольких её отраслях, а также с увеличением напряжения на мировых рынках капитала, новые инвесторы уже более настороженно оценивают

возможные прибыли и сопутствующие риски во время разработки стратегии для каждой будущей M&A сделки в стране. Минимальная ставка доходности увеличилась, так как уменьшилась склонность к принятию на себя инвестиционного риска.

Рассматривая потенциальные цели, компании-покупатели часто будут оценивать, среди многих других факторов, макропоказатели, виды рисков на рынке и риски, связанные с определенной компанией. Более выгодно будут выглядеть компании из более устойчивых секторов экономики и с более допустимым профилем рисков.

Мы рассмотрели самые высокие риски, существующие в украинской экономике, и большая их часть, скорее всего, не изменится в ближайшее время. Далее, если говорить с позиций скептического восприятия украинского рынка, консервативные зарубежные инвесторы считают, что большинство украинских предприятий имеют несколько отрицательный профиль риска.

Макропоказатели, к сожалению, не могут контролироваться ни инвесторами, ни самой компанией. Однако украинский бизнес может контролировать и улучшать свой относительный уровень риска и тем самым сделать себя более привлекательными для зарубежных инвесторов, включая международные компании.

Итак, может ли украинская компания улучшить свою работу до такой степени, чтобы переместиться со стадии II до более привлекательной стадии III? Поиск решения начинается задолго до начала самой сделки: с разработки и создания стоимости сделки, подготовки операций компании для процесса продажи, путем улучшения качества ее

Таблица 1а

Крупнейшие сделки по информации ISI Emerging Markets

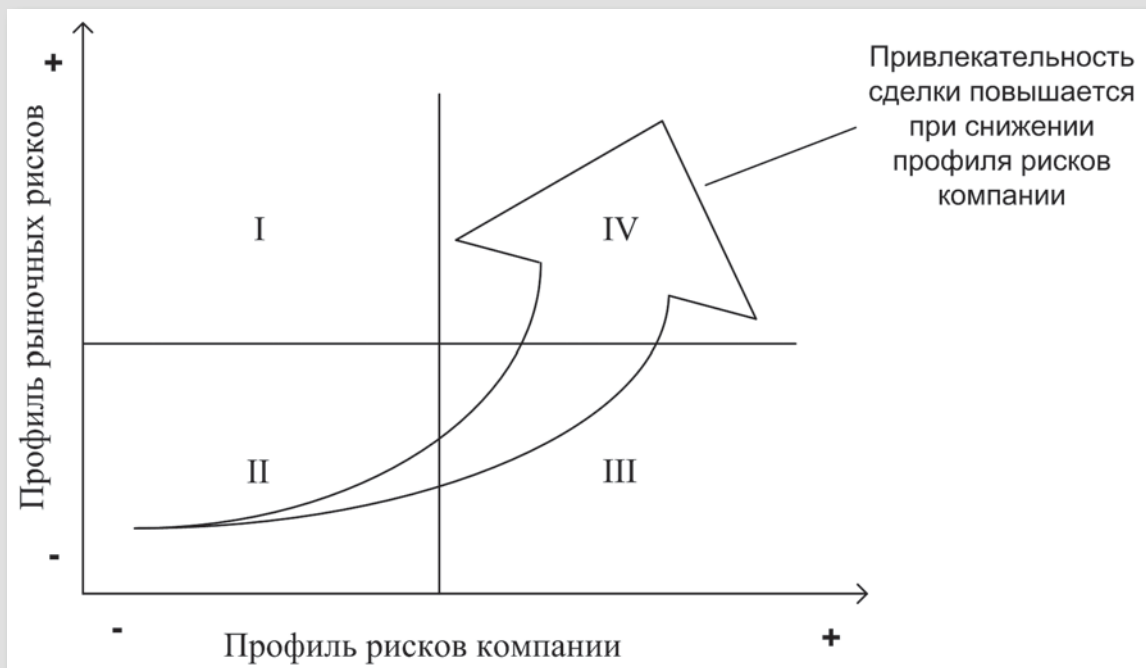
Объект покупки	Отрасль	Покупатель	Пакет акций, %	Сумма сделки, млн долл.
Правэкс-Банк	Финансы	Банк Intesa Sanpaolo	100	750
Сандора	Производство продуктов питания и напитков	PepsiCo и Pepsi Americas	80	542
Студия 1+1	Медиа	Central European Media Enterprises	30	219,6
Квазар-Микро	Информационные технологии	Sitronics	36	*153,2
JKX Oil & Gas	Добыча нефти и газа	Ralkon Commercial	36	**150,72
Kernel Holding	Пищевая промышленность	Институциональные инвесторы	7,9	83,66
Банк Пивденный	Финансы	Finance East Capital	10	79,31

Примечания:

* Стоимость рассчитана с учетом цены 1 депозитарной расписки компании Sitronics на Лондонской фондовой бирже

** Стоимость рассчитана с учетом цены 1 депозитарной расписки компании JKX Oil & Gas на Лондонской фондовой бирже

Источник: ISI Emerging Markets



работы, управления, прозрачности и усиления взаимодействия с инвестором для более эффективно поиска правильного покупателя.

Понимание нужд компании-покупателя.

Наш опыт и многочисленные исследования показывают, что 70% потенциально выигрышных сделок не приводят к созданию стоимости. С одной стороны, некоторые сделки просто не могли создать стоимость компаний, но с другой – соответствовали стратегическим требованиям инвесторов. Даже со сделками, которые уже подошли к заключительному этапу интеграции, «очистившись» от нежелательных рисков, утвердив цели, многие из таких компаний терпят неудачу из-за нечеткого или слишком долгого внедрения стратегии интеграции. Покупатели могут увеличить шансы создания стоимости, если будут планировать весь цикл сделки – от определения объекта инвестиций и до завершения процесса интеграции, с первых дней финансово-экономического анализа (due diligence).

Успешные покупатели следуют строгим правилам при оценке компании-объекта инвестиций и придерживаются единого мнения, когда речь идет о том, заниматься или не заниматься определенной сделкой. При прохождении всех проверок, включая финансово-экономический анализ, тестируемые компании проходят также и анализ на соответствие стратегии инвестора. До начала оценки покупатель составляет предварительный план интеграции, который станет основанием для полноценного финансово-экономического анализа компании.

Когда покупатель сосредоточен на создании стоимости сделки, компании необходимо дополнить финансово-экономический анализ детальной оценкой рынка и оценкой потенциальной позиции объединенных компаний на данном рынке, а также анализом операционных возможностей компании и ее способности удовлетворить спрогнозированный спрос. Оценка также включает в себя анализ инфор-

мационных систем, инфраструктуры данных и безопасности. Анализ организационной структуры выявит возможные опасения в системе контролей и опишет структуру управления и процесс принятия решений в компании-объекте инвестиций.

Американские корпорации добавляют также в список требований проверку согласно FCPA (Международный закон о Коррупции), поскольку может потребоваться всего одно нарушение FCPA, чтобы привести компанию к гибели. Компенсация и льготы будут оценены не только в соответствии с требованиями законодательства, но и через призму целесообразности и эффективности. В процессе оценки компании команды, которые проводят финансово-экономический анализ, выявят ключевых сотрудников для каждой из отраслей бизнеса и людей, которые были критически важны в будущем успехе организации.

Наши клиенты, дополнительно включившие коммерческий и операционный анализы в процесс оценки объекта инвестиций, больше всего защитили стоимость компании, отказываясь от сделок с более высоким операционным риском, чем первоначально предполагалось, и сосредоточились на том, как они будут управлять недавно приобретенным бизнесом после закрытия сделки.

Однако умные покупатели могут сделать дополнительные шаги, чтобы «улучшить» негативное восприятие. Хороший покупатель, сосредоточенный на том, чтобы создать стоимость сделки, может превратить всю информацию, полученную в результате анализа объекта инвестиции, в более формальную, первоначальную стратегию интеграции, на основе которой выстраивается общая операционная модель, которая становится базой для окончательной интеграции.

Эффективная интеграция по слиянию или поглощению. Большой опыт работы M&A в сфере, помогающей компании PricewaterhouseCoopers консультировать клиентов, при процессе инте-



гации бизнеса путем слияния и поглощения компаний, показывает, что покупатель, умеющий создавать стоимость сделки, следует некоторым правилам, основанным на ряде фундаментальных принципов успешной интеграции.

Ускорьте сделку. Как только компания объявила о сделке, нет смысла откладывать ее начало. Длительная подготовка может уменьшить прибыль, разрушить производительность и привести к потере возможностей и своей доли рынка. Быстрый переход способствует лучшей капитализации после сделки и уменьшает нестабильность компании, что дает возможность быстрее получить отдачу от вложенных средств.

Усовершенствуйте стратегию интеграции. Покупатели быстро «усваивают» сведения о компании, полученные на начальной стадии работы. Приоритеты интеграции легче идентифицировать и выполнить, когда стратегия четко определена и объяснена всем заинтересованным лицам.

Расставьте приоритеты. Акционер создает стоимость путем перераспределения человеческих ресурсов для того, чтобы выполнить поставленные задачи. Эффективные покупатели распределяют лучшие ресурсы своих компаний согласно их потенциалу, основанному на будущем финансовом воздействии, вероятности успеха, и временному графику.

Подготовьтесь к «Первому Дню». Самые важные задачи требуют немедленного исполнения в первые дни работы. Покупатели быстро выявляют задачи, которые потенциально могут «зависнуть», включая влияние степени «человеческого фактора». И это возможно определить задолго до того, как невыполненные задания по окончании сделки преподнесут неприятный сюрприз. Самые эффективные покупатели создают детальный план, включающий все действия, которые должны быть сделаны на первом этапе работы, чтобы обеспечить финансовый, операционный и персонализированный контроль сделки.

Общайтесь со всеми заинтересованными сторонами. Хорошие покупатели стараются общаться со всеми заинтересованными сторонами, включая клиентов, сотрудников, инвесторов, поставщиков/продавцов и общество, предоставляя полную, открытую и честную информацию, которая учитывает пожелания и вопросы публики. Успешные покупатели из международных компаний предоставляют разностороннюю информацию, используя это как инструмент для уменьшения у потребителей подозрений и беспокойства, возникающих после объявления о предстоящей сделке. Тем самым они уменьшают возможные культурные отличия между двумя объединяющимися компаниями.

Назначьте ответственных на всех уровнях. Выбор ключевых должностей на ранней стадии особенно важен. Это поможет минимизировать неуверенность, определить ответственность, указать четкие функциональные обязанности, и распределить роли. Ведущие покупатели быстро определяют новую структуру организации и операционную модель, и разъясняют ключевые роли управления и взаимосвязи.

Управляйте интеграцией. Хорошие покупатели защищают свои инвестиции (сделку) и не пускают дела на самотек. Они внедряют стратегию заранее, обычно еще до начала интеграции, во время фазы оценки, чтобы «связать» стратегию интеграции и управления воедино, четко расписав степени ответственности. Команда, состоящая из руководителей компаний, поддерживает выполнение задач на протяжении всего процесса сделки.

Действия компании-продавца. Стоимость сделки – это не односторонняя улица, она приносит пользу как покупателю, так и продавцу (а также, в идеале, и рынку, отрасли и прочим заинтересованным сторонам). Сделки, создающие максимально возможную стоимость, – это те, которые имеют самый короткий цикл от заявления о продаже до ее завершения, учитывая, безусловно, проведение тщательной оценки и наличие четкого подхода к процессу интеграции компании.

Успешный продавец, сосредоточенный на создании дополнительной стоимости сделки, должен:

- подготовить компанию к продаже, уделив особое внимание преимуществам и недостаткам проблемных аспектов,
- продемонстрировать наличие надежных финансовых и операционных контролей;
- организовывать соответствующие данные и информацию для обзора;
- быть открытым, быстро реагировать на запросы в процессе анализа компании, и
- быть прозрачным и оперативным.

Делай «правильную сделку правильно», что приведет к созданию стоимости

Эффективные покупатели продемонстрировали способность создания максимально возможной стоимости сделок даже в сложных макроэкономических условиях. На протяжении всего интегрированного цикла сделки они выбирают и делают «правильную сделку правильно», создавая стоимость сделки качественно и в кратчайшие сроки. Правильная сделка также, помимо хороших финансовых показателей объекта инвестиций, показывает более низкий профиль риска, грамотное управление, прозрачность своих преимуществ и сферы бизнеса, которые извлекут выгоду от дополнительных инвестиций в финансовый или управленческий капитал. Правильно проведенная сделка характеризуется ускоренным процессом преобразований, основанным на определенной стратегии интеграции, ключевых ресурсах, сфокусированных на приоритетных задачах, формальной подготовке к «Первому Дню», доскональном процессе коммуникаций, четко установленном лидерстве и программой интеграции, которой управляют как бизнес-процессом.

Хорошая компания, выступая объектом инвестиций, повышает уровень созданной и достигнутой стоимости сделки путем качественной подготовки всех операций и процессов управления, чтобы облегчить эффективную оценку, которая приводит к плавной интеграции с ее новыми владельцами. Отношения с инвесторами играют важную роль в создании привлекательности компании и готовности совершить сделку правильно.