

# Наука поглощений

Геннадий Газин, Дмитрий Манаков

*Российский бизнес встает на путь активных слияний и поглощений. Для многих российских компаний и групп, получивших контроль над активами в ходе приватизации и последующего перераспределения собственности, вопрос выбора модели дальнейшего управления портфелем активов имеет особую остроту, поскольку от ответа на него будет во многом зависеть облик самих корпораций. В этой статье мы анализируем особенности российской ситуации и вкратце рассматриваем международный опыт слияний, поглощений и продажи активов, знание которого может оказаться полезным для российских компаний.*

## **Россия переживает настоящий бум слияний и поглощений.**

По данным исследовательской компании Dealogic, две из десяти крупнейших мировых сделок первого полугодия 2003 г. были заключены в России, российский рынок слияний и поглощений по объему сравнялся с рынками многих развитых стран. Ключевой особенностью новых сделок становится их стратегический императив, и это обстоятельство влияет на все остальные аспекты сделок.

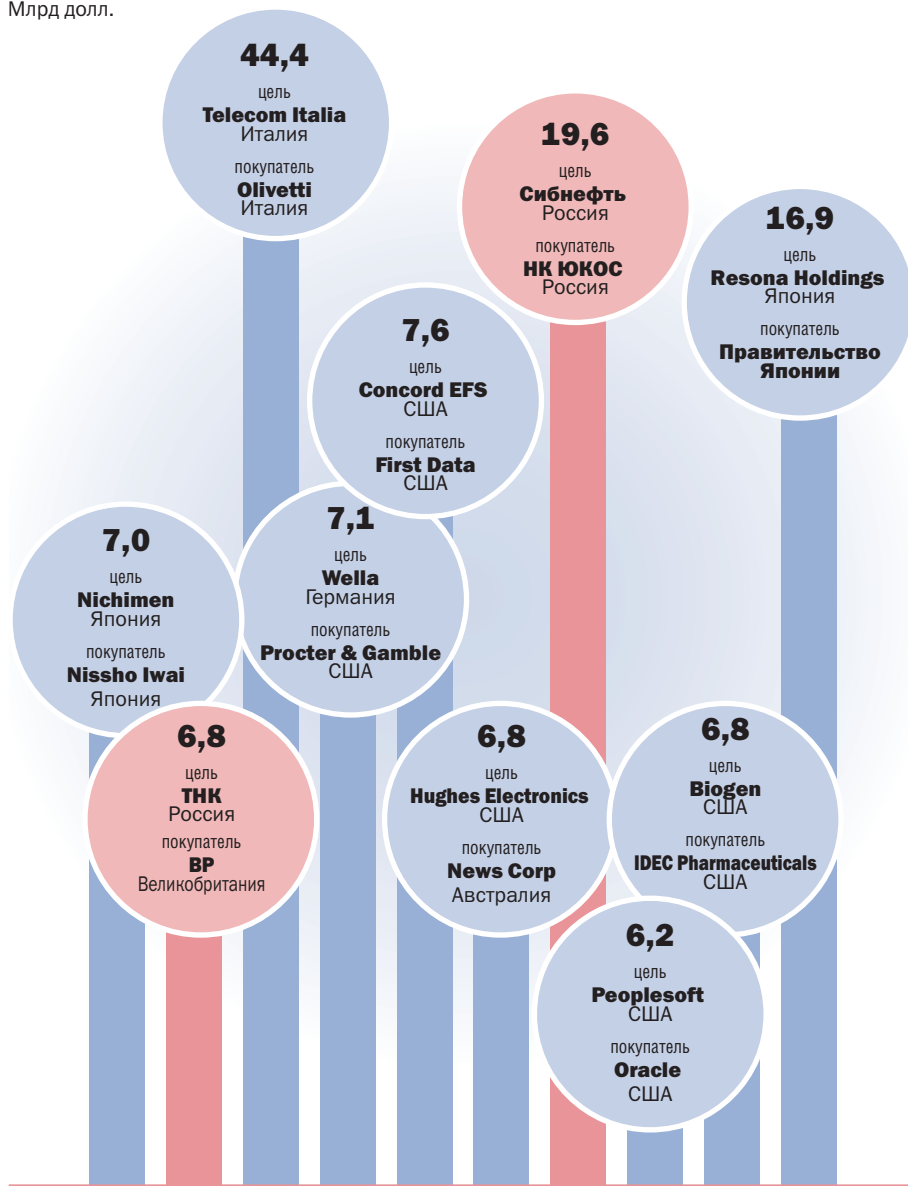
Российская практика перераспределения собственности у многих создала ощущение, что поглощения — относительно простой, дешевый и чуть ли не единственный способ значительно увеличить бизнес. Однако опыт развитых экономик свидетельствует, что это далеко не так. Компании, как правило, приобретаются с большой премией к их рыночной цене (за добровольный отказ от контроля собственники обычно требуют 30—40% надбавки к рыночной цене акций, а при попытке скупить значительный пакет акций на открытом рынке их курс немедленно вырастает). В такой ситуации акционеры поглощающей компании могут считать сделку успешной, только если в ее результате создается дополнительная стоимость, позволяющая

Геннадий Газин — партнер McKinsey, Москва

Дмитрий Манаков — младший партнер McKinsey, Москва

## Крупнейшие объявленные сделки (1-е полугодие 2003 г.)

Млрд долл.



Источник: Dealogic.

покрыть премию, то есть повышается суммарная прибыльность активов и, соответственно, их акционерная стоимость. При этом доля неудачных сделок, в результате которых стоимость не создается, а разрушается, достигает 70%. Компании совершают ошибки и просчеты на всех основных этапах слияния или поглощения: в выборе объекта, в проведении сделки и в управлении интеграцией.

Высокая рискованность и дороговизна сделок заставляет компании тщательно рассматривать все альтернативные варианты роста.

В распоряжении каждой компании есть целый набор внутренних и внешних механизмов роста. Внутренние реализуются через увеличение прибыльности существующих активов, повышение операционной эффективности и продуктовых инноваций. Внешние — в основном за счет слияний, поглощений и альянсов<sup>1</sup>. Слияния и поглощения позволяют компаниям решать многие стратегические задачи, будь то получение эффектов масштаба, расширение географии деятельности, усиление рыночных позиций или финансовой мощи, переход в новые, более перспективные отрасли, доступ к передовым технологиям. Но при определении своей политики слияний и поглощений компании не ограничиваются «стратегической привлекательностью» новых активов, а внимательно изучают все реальные возможности создания стоимости. Стоимость в слияниях и поглощениях часто создается за счет синергетических эффектов (см. «Что такое синергия?» на с. 10) и операционных улучшений в поглощенной или объединенной компании. Кроме того, поглощение влечет неизбежные перемены не только в поглощаемой, но и в поглощающей компании — это дает последней редкий шанс провести масштабные преобразования и повысить эффективность<sup>2</sup>.

Наконец, важно помнить, что слияния и поглощения — это не только расширение, они совершаются в рамках общей стратегии управления портфелем активов компании, что подразумевает не только приобретение, но и продажу активов для повышения стоимости портфеля. Наш опыт показывает, что компании, умело сочетающие поглощения и продажу активов, создают в среднем на 30% больше стоимости, чем их менее активные конкуренты.

### **Россия: начало изменений**

На ранних этапах рыночной экономики наука выработки стратегического подхода к слияниям и поглощениям почти не имела отношения к российским компаниям. Общим для большинства сделок было отсутствие жесткой необходимости формировать осознанный стратегический подход к выбору объекта поглощения и его интеграции. Это обуславливалось целым рядом факторов.

- Полностью оплаченные сделки были скорее исключением, чем правилом, поэтому поглощающие компании не брали на себя значительные риски, соответствующие реальной стоимости активов.
- Приобретались в основном предприятия либо с «гарантированными денежными потоками», либо существенно недооцененные.

<sup>1</sup> Подробнее об альянсах читайте в статье «На равных с сильнейшими» в этом номере «Вестника McKinsey».

<sup>2</sup> Подробнее об этом читайте в статье «Путеводитель по слиянию» в этом номере «Вестника McKinsey».

- Нередко, получая контроль над предприятием, новые собственники не ставили задачу развивать его, увеличивать эффективность и капитализацию, а изначально нацеливались на выкачивание активов.
- Экспансия часто проводилась по неэкономическим мотивам. Так, приобретая значимое для региона предприятие, новые собственники получали рычаг политического воздействия на региональную и федеральную власть и тем самым укрепляли свой административный ресурс. Часто группы приобретали активы, чтобы не отстать по влиятельности от конкурентов.

В таких условиях происходившие в России процессы трудно было классифицировать как традиционные слияния и поглощения. Исключением можно назвать только приобретения (в том числе вертикальную интеграцию), которые делались для обеспечения экономической безопасности уже имевшихся в собственности активов. В большинстве других случаев компании, обладающие значительными административными и финансовыми ресурсами, хаотично присваивали активы в разных отраслях. Отсутствие необходимости извлекать максимальную стоимость определяло и характер «интеграционного менеджмента», который, как правило, сводился к смене недружественных менеджеров на лояльных новым владельцам, установлению контроля над финансовыми потоками и выкачиванию активов.

Однако в последнее время наметились как внутрироссийские, так и внешние предпосылки для изменения ситуации. Состояние российской экономики и глобальные тенденции указывают на то, что российские компании будут активно вовлечены в процесс слияний и поглощений и окажутся перед необходимостью совершенствовать свои

---

## Что такое синергия?

Способность создать стоимость более высокую, чем самостоятельная стоимость поглощенного предприятия, за счет использования активов обеих компаний называется **синергией**.

Стоимость сделки напрямую зависит от того, как продающая и покупающая стороны оценивают синергетические эффекты. При этом компании очень часто переоценивают их, а это грозит значительными потерями покупающей стороне. Стоимость, которую могут создать синергетические эффекты, определяется

подходы к слияниям, поглощениям и продаже активов. Это произойдет по ряду причин.

Во-первых, «свободных» привлекательных активов, которые можно получить по цене значительно ниже рыночной, в России практически не осталось, поэтому каждое новое поглощение потребует все больше ресурсов, а следовательно, поглощения будут тщательнее обосновываться и планироваться. Сделки все чаще оплачиваются деньгами: каждая новая приватизационная сделка становится рекордной по объему выплаченных средств, все большую популярность приобретают сделки с компаниями из других стран, и компании-покупатели заинтересованы в том, чтобы каждое новое поглощение создавало максимальную стоимость.

Во-вторых, во время приватизации российские многоотраслевые группы диверсифицировались столь широко, что равноценно развивать все направления вряд ли будет возможно. Конгломераты неоднократно доказали свою неэффективность в международной практике. Одна из четырех крупнейших волн слияний в США — она пришлась на 60-е годы XX в. — охарактеризовалась формированием конгломератов, но они не оправдали доверия инвесторов из-за плохой управляемости и невозможности реализовать синергетические эффекты. В результате, как показало недавнее исследование, из 165 конгломератов, существовавших в США в 1979 г.,

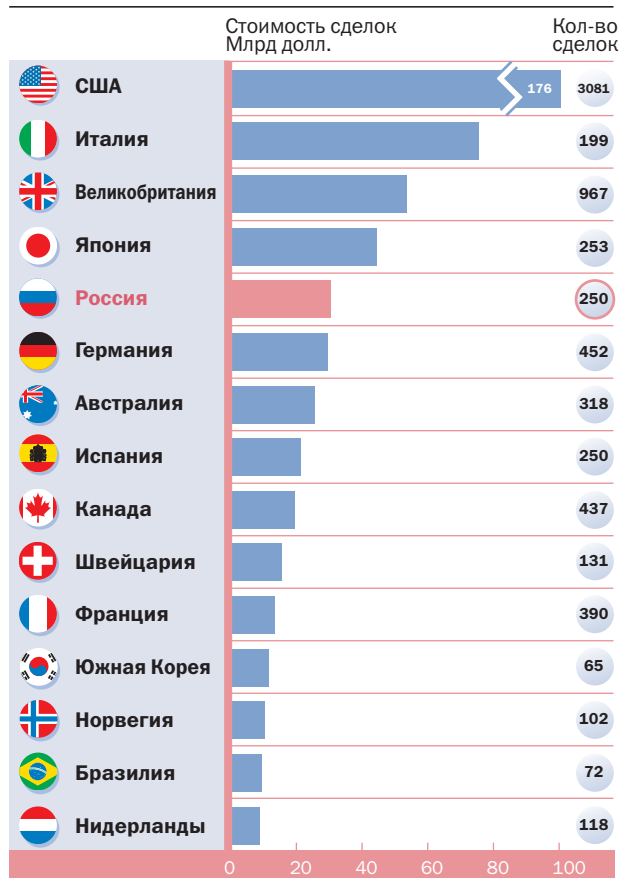


на основе сопоставления внутренних возможностей компании и кандидатов на слияние или поглощение. В самом общем виде расчет производится суммированием экономий на масштабе (эффекта, получаемого за счет объединения управленческого персонала, функциональных служб и т.п.) и таких эффектов масштаба, как перекрестные продажи, доступ к новым рынкам, трансфер технологий, расширение географии присутствия с новыми возможностями (увеличением рыночной мощи, операционными и финансовыми возможностями). Из этого необходимо вычесть издержки на реализацию таких эффектов.

к 1994 г. 33% распродали непрофильные направления бизнеса (как правило, относительно небольшие) и сосредоточились на одном основном виде бизнеса и еще 35% были поглощены или ликвидированы. В последние годы заметно интенсифицировался

процесс реструктуризации конгломератов и в развивающихся странах, что во многом связано с усилением глобальной конкуренции. Недавние исследования McKinsey в Латинской Америке<sup>3</sup> показали, что в целом конгломераты не смогли воспользоваться своими преимуществами — знанием местной специфики, пресловутым административным ресурсом, — когда границы оказались открытыми и в регион пришли сфокусированные глобальные компании, вооруженные передовыми управленческими технологиями, имеющие доступ к капиталу и способные предложить потребителю более

### Слияния и поглощения (1-е полугодие 2003 г.)

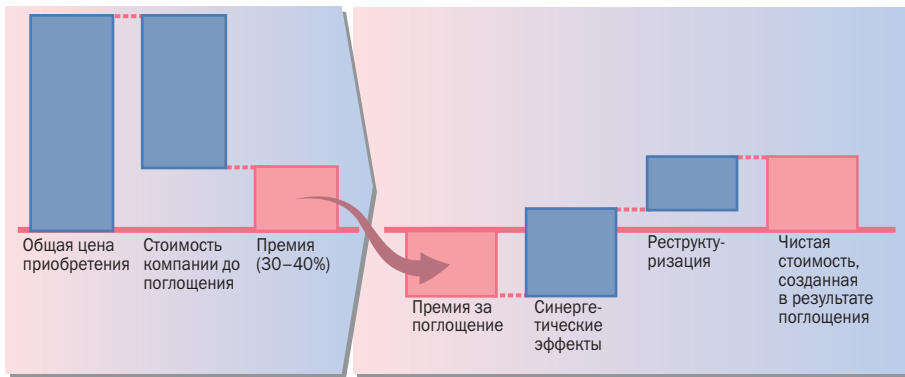


Источник: Dealogic.

привлекательное соотношение цена/качество. Успеха добились лишь те местные компании, которые благодаря доступу к привилегированным активам и технологиям сконцентрировались на ограниченном наборе направлений бизнеса. Так, венесуэльская группа Cisneros распродали свои активы в пищевой промышленности и розничной торговле, а высвободившиеся средства направила на развитие медиа-бизнеса в масштабах континента. Вскоре Cisneros вступила в альянс с AOL Time Warner и Hughes Electronics, которых заинтересовало ее знание латиноамериканского рынка, и превратилась в самую мощную медиагруппу региона, вещающую для всех испаноязычных жителей Южной и Северной Америки. Некоторые группы стараются

<sup>3</sup> См.: Luis F. Andrade, Jose M. Barra, Heinz-Peter Elstrodt. All in the *Familia* // *The McKinsey Quarterly*, 2001, No 4, special edition: Emerging Markets.

**Премия, уплачиваемая при поглощении, стимулирует компании эксплуатировать различные источники создания стоимости**



Источник: McKinsey.

найти компромисс между преимуществами конгломерата на развивающемся рынке и эффективностью сфокусированных публичных корпораций<sup>4</sup>. Развитие в России рыночной экономики и усиление международной конкуренции также заставит российские конгломераты совершенствовать управленческие технологии и фокусироваться на ограниченном числе направлений, что будет происходить через слияния, поглощения и продажу непрофильных активов.

В-третьих, уже сфокусировавшиеся российские компании, располагающие производственной и сырьевой базой, достаточной для того, чтобы стать игроками глобального уровня, достигли той стадии развития, когда им необходимо многократно усилить свою финансовую мощь и влияние в отрасли в глобальном масштабе. Достигнуть этой цели они смогут за счет консолидации в рамках основного направления бизнеса, что уже происходит в сырьевых отраслях, где крупные российские компании приобретают активы в самых разных регионах мира.

Нельзя не отметить значительных усовершенствований, происшедших в последние годы в практике слияний и поглощений и управления портфелем целого ряда российских компаний. Все чаще, выбирая объект приобретения, они руководствуются корпоративной стратегией, тщательнее структурируют сделки и проводят интеграцию.

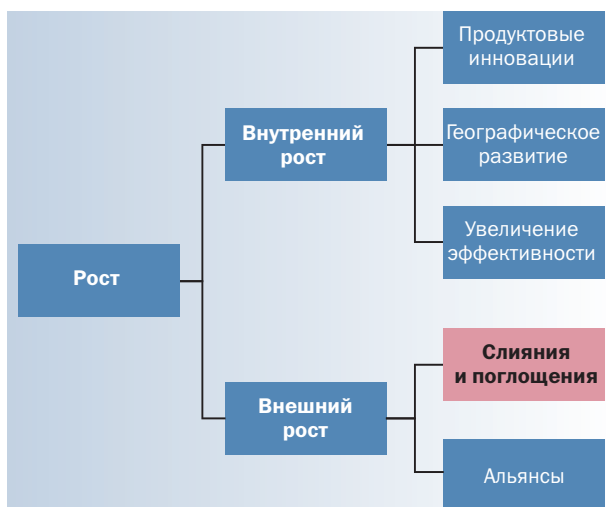
Не удивительно, что максимального соответствия международной практике достигли российские компании, ориентированные на рост за счет привлечения финансирования на международных фондовых рынках. Они решительно избавляются от непрофильных активов и практикуют слияния и поглощения в рамках основного бизнеса.

Так, компания Вимм-Билль-Данн, прежде чем выйти на открытый рынок,

<sup>4</sup> Подробнее см.: Кен Гибсон. Когда семья владеет конгломератом... // Вестник McKinsey, № 1(3), 2003.



## Слияния и поглощения как элемент стратегии роста



Источник: McKinsey.

распродала активы в пивном и банковском бизнесах. Значительные изменения претерпевают и многие диверсифицированные группы. В последние два-три года намечился переход от конгломератов к более упорядоченным холдинговым и вертикально-интегрированным структурам. Диверсифицированные группы определяются с окончательным набором отраслей присутствия, стараясь вести

поглощения с учетом уже имеющихся навыков, возможностей и активов, формируют критерии отбора кандидатов на слияния и поглощения.

## Международный опыт слияний и поглощений

Как мы отмечали выше, даже искушенные в слияниях и поглощениях компании развитых стран часто допускают ошибки при проведении подобных сделок. Российским компаниям, только вступающим на путь цивилизованных слияний и поглощений, наиболее важно изучить принципы успешных слияний и поглощений, оценить возможные риски, понять, на какие моменты надо обращать особое внимание.

По сути, любая сделка состоит из трех основных стадий:

1. Выработка стратегии.
2. Выбор объекта и проведение сделки.
3. Интеграция поглощенной компании.

## Выработка стратегии

Любая сделка должна совершаться в рамках общей корпоративной стратегии. В современной экономике есть несколько канонических стратегий, которые можно реализовывать в том числе за счет слияний и поглощений.

- Увеличение масштаба (консолидация в рамках отрасли). Наиболее распространенная цель слияний и поглощений — достижение

экономий на масштабе, когда за счет объединения маркетинговых, производственных, исследовательских и других мощностей удастся значительно снизить удельные издержки. В условиях усиления глобальной конкуренции у компаний появляются новые причины для увеличения размеров предприятия. Так, увеличение масштаба позволяет *усилить финансовые позиции*. Объединения способны увеличить инвестиционную привлекательность компаний и упростить доступ к капиталу. Масштаб дает компаниям *возможность осуществлять более крупные проекты*. Наш опыт работы с ведущими нефтяными компаниями мира свидетельствует, что максимальную прибыль приносят крупные проекты (например, разработка месторождений с запасами 500 млн баррелей стоимостью около 2,5 млрд долл.), которые под силу осуществить лишь крупным компаниям. Опять же только крупные компании могут реализовывать большие инфраструктурные проекты, например строительство трубопроводов или портов, которые позволяют эффективнее эксплуатировать ресурсную базу. В жесткой конкурентной среде укрупнение за счет слияний и поглощений обеспечивает компаниям лучшую *защиту от недружественных поглощений*. Нередко крупные компании практикуют консолидацию с целью *повышения дисциплины в отрасли*, смятения конкуренции и устранения угрозы демпинга.

- **Географическая диверсификация.** Расширение географии позволяет выйти на новые рынки сбыта, когда возможности традиционного рынка во многом исчерпаны. Кроме того, став транснациональной, компания снижает свою подверженность локальным политическим и экономическим рискам, усиливается ее позиция на переговорах с властями. Компании с развивающихся рынков благодаря транснациональным слияниям и поглощениям могут выйти за пределы странового риска, что позволит им дешевле привлекать капитал.
- **Обеспечение экономической безопасности и усиление рыночных позиций (вертикальная интеграция).** Мотив обеспечения безопасности (в том числе экономической — с точки зрения поставок сырья и продажи готовой продукции и цен на них) служит сегодня основным обоснованием для вертикальной интеграции. Судя по мировому опыту, успешно реализовать стратегию вертикальной интеграции удастся редко, и компании в развитых странах предпочитают использовать более гибкие механизмы координации. К вертикальной интеграции они в основном прибегают, если под угрозой оказывается стабильность бизнеса, то есть если рынок характеризуется небольшим количеством покупателей и продавцов, высокой специфичностью активов и высокой частотой

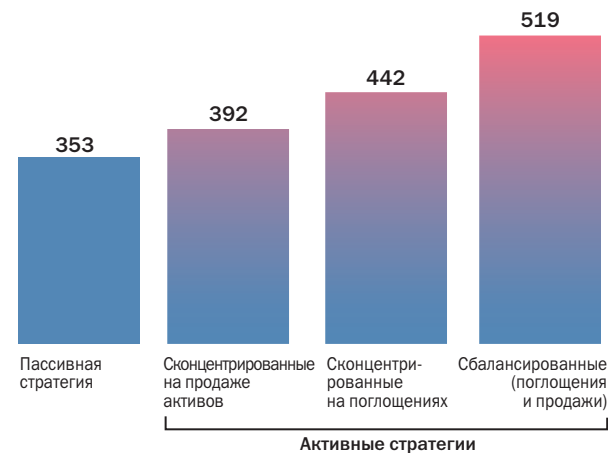
транзакций. Иногда вертикальная интеграция используется для усиления рыночных позиций через поднятие входных барьеров.

- **Расширение продуктового набора, выход в более технологичные отрасли, доступ к новым технологиям (продуктовая диверсификация).** С помощью поглощений компании могут переходить в более перспективные отрасли, и такой переход нередко сопровождается и продажей активов. В развитых странах неплохо зарекомендовала себя стратегия, при которой мощные корпорации покупают компании с технологиями или продуктами из смежных отраслей, чтобы дать импульс неразвитому, но перспективному рынку. Крупные компании часто поглощают более мелкие, чтобы приобрести их технологии.

Следование разным стратегиям подразумевает разные типы сделок, которые по-разному воспринимаются рынком. Завершенное недавно пятилетнее исследование McKinsey<sup>5</sup> показало, что некоторые стратегии слияний и поглощений лучше влияют на капитализацию компании, чем другие. Анализ выявил, что из всех стратегий инвесторы больше всего одобряют экспансию, то есть сделки, направленные на увеличение доли рынка за счет консолидации, расширения географии деятельности,

### Сбалансированная стратегия обеспечивает максимальную стоимость

Стоимость 100 долл., инвестированных в 1990 г., в 1999 г.



Источник: McKinsey.

добавления новых каналов дистрибуции уже имеющихся продуктов. Во многом это объясняется тем, что объединение активов в одной или связанных отраслях позволяет создавать синергетические эффекты. В среднем более скептически рынок оценивает «трансформационные» сделки, цель которых — диверсификация компании за счет приобретения значительных активов

в новой отрасли или отказ от части существующего портфеля. Таким же образом рынок реагирует, если значительные изменения претерпевает стабильная, прибыльная компания. Но если трансформируется компания, которая оперирует в растущей или фрагментированной отрасли или в последнее время была менее результативна, чем ее конкуренты, то инвесторы воспринимают это положительно.

<sup>5</sup> См.: Hans Beishaar, Jeremy Knight, Alexander van Wassenauer. Deals that create value // *The McKinsey Quarterly*, 2001, No 1.

С другой стороны, из этих правил есть множество исключений. Например, для компании в стагнирующей отрасли экспансия в ее рамках не всегда может оказаться выигрышной стратегией. Для таких компаний оптимальное соотношение между преимуществами фокусировки и диверсификации может обеспечить так называемая стратегия умеренной диверсификации, то есть переход в более перспективные отрасли, где компания может применить имеющиеся навыки и создать синергетические эффекты. Формируя портфель активов, сбалансированный по параметрам текущей эффективности и потенциала роста, умеренно диверсифицированные компании создают основу для более устойчивого и долгосрочного роста. Анализ 412 компаний, входящих в индекс S&P 500, показал, что совокупный доход акционеров умеренно сфокусированных компаний (получающих не менее двух третей доходов от двух рыночных сегментов) в среднем на 9% превышал доход диверсифицированных компаний и на 5% — сфокусированных.

Впрочем, стратегии, предполагающие поглощения в широком наборе отраслей без создания синергетических эффектов, также могут быть вполне эффективными. Сфокусированные компании стремятся избегать таких сделок, в то время как финансовые покупатели, например фонды прямых инвестиций, вполне эффективно создают стоимость за счет повышения качества управления в неэффективных компаниях или подразделениях крупных корпораций, поддержания растущих бизнесов или изменения структуры отрасли, в которой действует поглощаемая компания. Классические фонды прямых инвестиций пользуются привилегированным доступом к финансовым ресурсам и крупным сделкам, широкими возможностями формирования менеджерских команд для управления активами в самых разных отраслях, умением провести реорганизацию в поглощенной компании и выгодно «выйти» из инвестиций.

Несмотря на разнообразие механизмов создания стоимости, все слияния и поглощения объединяет одно — необходимость эффективнее других извлекать стоимость из полученного актива. Сделать это удастся при условии, что сделка совершается в рамках общей корпоративной стратегии: это позволяет максимально полно задействовать имеющиеся в компании активы и навыки. В то же время наш опыт показывает, что наиболее результативные компании не формулируют стратегию создания стоимости в слияниях и поглощениях раз и навсегда, но пересматривают ее в зависимости от стадии жизненного цикла компании.

## Выбор объекта и проведение сделки

Большинство исследований эффективности слияний и поглощений свидетельствуют, что от 60 до 80% компаний, даже вооружившись потенциально выигрышной стратегией, не достигают поставленных целей. Это зачастую связано не только с ошибками в процессе интеграции компаний, но и с неправильной организацией самой сделки. Ошибки, допущенные на этом этапе, чаще всего выражаются в неверном выборе объекта приобретения и в слишком высокой цене, которую платят за покупку. Традиционно процесс организации сделки состоит из двух основных стадий — выбора объекта и проведения сделки:

### Выбор объекта

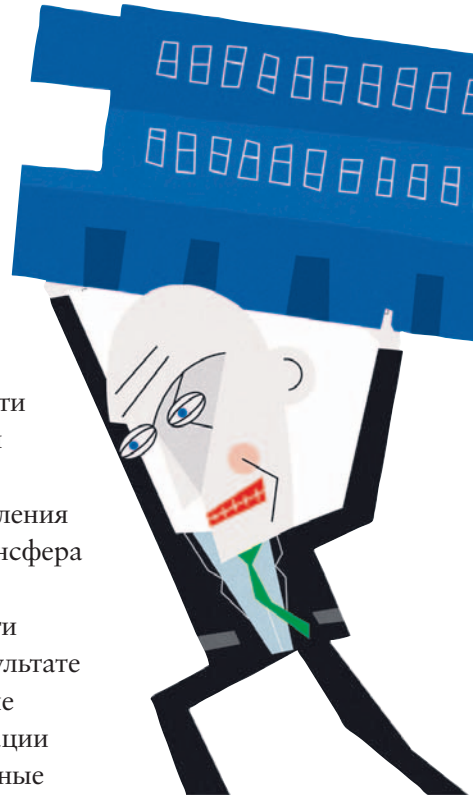
Прежде всего мы советуем всесторонне проанализировать ситуацию — нужно определить, насколько полно компании удастся реализовать свои возможности в планируемом поглощении или слиянии. Подготовительная фаза сделки, как правило, включает несколько этапов.

- **Анализ отрасли.** Компания выбирает отрасль для поглощения, проектирует динамику ее роста и структуру, определяет и прогнозирует расстановку сил, воздействие макроэкономических факторов, изучает возможности технологических, законодательных и конкурентных изменений, колебаний спроса (с определенными поправками по этим же пунктам анализируются и активы, уже находящиеся в собственности компании на предмет их продажи<sup>6</sup>).
- **Самооценка.** Выбрав отрасль, компания анализирует собственное положение, определяя свои навыки, за счет которых можно создать стоимость в поглощенной компании, оценивает возможности для создания синергетических эффектов. Например, в развитых странах компания, как правило, не берет на себя риск поглотить предприятие в той сфере бизнеса, в которой она недостаточно компетентна или не может привлечь профессиональных менеджеров. По результатам самооценки формируются критерии для отбора кандидатов на поглощение.
- **Оценка кандидатов на слияние или поглощение.** Сопоставление собственных ожиданий от слияния и параметров кандидатов — таких как операционные характеристики, структура собственности, финансовые показатели — позволяет определить наиболее

<sup>6</sup> Также по этому вопросу см.: Михаил Шамолин. MACS: корпоративная стратегия, активированная рынком // Вестник McKinsey, № 2, 2002.

привлекательных из них. В успешных поглощениях, как правило, приобретается не лидер отрасли и не самая отсталая, а вторая или третья по показателям эффективности компания. Объясняется это тем, что за лучшую компанию приходится очень дорого платить, а слишком отсталую, пусть и недорогую компанию редко удается превратить в высокоэффективное предприятие.

- **Определение возможностей для создания синергий.** Успех сделки во многом зависит от способности реально оценить возможности создания стоимости в результате интеграции сбытовых, производственных, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, уменьшения штата, трансфера технологий и т.п. Наш опыт показывает, что компании часто переоценивают возможности создания синергетических эффектов и в результате сделки не создают стоимости. Сопоставление собственных навыков и собранной информации о кандидатах позволяет определить конкретные источники синергетических эффектов, вероятность и стоимость их достижения.
- **Определение возможностей для создания стоимости за счет реструктуризации компании.** Потенциально прибыльными компаниями часто плохо управляют, и за счет их реструктуризации — создания новых стратегических и операционных возможностей, финансовой оптимизации, продажи или приобретения новых активов — можно создать значительную стоимость. Определяя возможности для реструктуризации, покупатели часто сравнивают поглощаемую компанию с лидерами отрасли. Важно помнить, что слияние или поглощение всегда означает перемены в обеих компаниях — как поглощенной, так и поглощаемой, — и их можно с выгодой использовать для проведения преобразований.
- **Финансовая оценка кандидата.** На этом этапе проводится оценка стоимости поглощаемой компании с применением внутренних (дисконтированных денежных потоков с учетом синергетических эффектов) и внешних показателей (рыночные оценки, прецеденты аналогичных сделок и т.д.).



Начинать сделку можно только в том случае, если по результатам анализа выясняется, что стоимость, которую удастся создать в результате слияния или поглощения, с лихвой покроет затраченные средства.

## Проведение сделки

Существует несколько вариантов проведения сделки. Выбор того или иного зависит от множества факторов: насколько дружественны стороны, кто выступает инициатором сделки (продавец или покупатель), какие компании объединяются (публичные или частные), сколько сторон участвует в переговорном процессе (контролируемый аукцион или двусторонний процесс). Если вы не соблюдаете эти правила, то рискуете либо развалить потенциально выигрышную сделку, либо переплатить за актив, например предложив слишком высокую цену на раннем этапе, когда у вас еще нет достаточного объема информации.

Проиллюстрируем основные традиционные стадии одного из возможных вариантов организации двустороннего переговорного процесса<sup>7</sup>.

- **Первоначальный контакт.** На этом этапе проводится первое знакомство компаний, происходит обмен обзорными материалами, обсуждается принципиальная заинтересованность сторон (никаких дискуссий о стоимости!) и заключается соглашение о конфиденциальности.
- **Первоначальный *due diligence***<sup>8</sup>. На втором этапе стороны раскрывают контрагенту детальную, в основном конфиденциальную, информацию, как правило, впрочем, не всю, а лишь ту, разглашение которой не нанесет существенного урона. Например, сведения об объеме продаж обычно передаются не по отдельным клиентам и контрактам, а в целом. На основе этих данных строится финансовая модель и проводится первоначальная оценка стоимости поглощаемой компании. Обсуждения проходят неформально, так как вопрос цены и структуры сделки обычно пока не поднимается. Этот этап может быть более или менее интенсивным с точки зрения обмена информацией и ее уточнения.
- **Подписание меморандума о намерениях.** На этом этапе подписывается меморандум о намерениях (традиционно он не обязывает стороны заключать сделку), в ходе переговоров

<sup>7</sup> На некоторых из нижеприведенных стадий необходимо привлечение юридических компаний, инвестиционных банков и/или бизнес-консультантов. (Прим. авт.)

<sup>8</sup> Всесторонний тщательный анализ кандидата на поглощение на основе внутренней информации. (Прим. ред.)

достигается первичное соглашение по стоимости сделки, ее структуре, и инициируется процесс интеграции (переговоры с антимонопольными органами, внутренняя подготовка к интеграционному процессу, оценка размера и источников синергий).

- **Окончательный *due diligence*.** Действия на этом этапе зависят от результатов первоначального *due diligence* и принципиально отличаются только степенью раскрытия информации. На основе выверенной информации уточняется стоимость поглощаемой компании, и договоренности, содержащиеся в меморандуме о намерениях, могут измениться.
- **Заключение сделки.** Кроме переговоров для определения окончательной цены и структуры сделки и формального юридического оформления всех необходимых документов на этом этапе начинается предварительное планирование интеграции.
- **Закрытие сделки.** В ожидании одобрения регулирующих органов на этом этапе руководство активно взаимодействует с менеджерами компании, инвесторами, аналитиками и прессой. Это — первый шаг к интеграции.

## Интеграция

Интеграция компаний по праву считается одной из сложнейших управленческих задач, в этом процессе есть масса тонкостей и сложностей, и компании очень часто совершают ошибки. Несмотря на большой опыт объединений, алгоритма интеграции «по учебнику» не существует — слишком большое значение имеет специфика объединяющихся компаний. Успех интеграции зависит не только от того, насколько тщательно спланирована работа и распределены обязанности, но и от того, удастся ли реализовать уникальные возможности, появляющиеся в результате трансформации компаний. В то же время наш опыт показывает, что компании часто не только не укрепляют свое положение в результате слияния, но, напротив, теряют завоеванные позиции: объединение создает ситуацию неопределенности, которая может





привести к потере ключевых клиентов и сотрудников, неконтролируемым расходам и в результате — к разрушению стоимости.

Более подробно об организации процесса интеграции мы поговорим в следующей статье. Здесь же мы хотели бы вкратце упомянуть основные «узкие места», на которые нужно обращать внимание российским компаниям.

Одно из них — корпоративное управление. Объединяющиеся компании очень часто имеют разные системы корпоративного управления — даже у российских компаний разного уровня развития системы корпоративного управления имеют кардинальные отличия, не говоря уже о компаниях из разных стран. Наш опыт работы с подобными сделками показывает, что компании из развивающихся стран, где функции собственности и управления объединены и нет большого количества миноритариев, часто проводят интеграцию иначе, чем публичные компании из развитых стран. Дело в том, что последние

очень зависимы от динамики курса акций, которая в краткосрочном периоде определяется реакцией инвесторов на успех или неудачу интеграционного процесса, то есть тем, достигнуты ли в срок запланированные показатели. Поэтому публичные компании вынуждены беспрекословно следовать заранее сформулированному плану. Компании с развивающихся рынков менее зависимы от стороннего мнения и могут, например, позволить себе уделить больше времени, чем запланировано, тщательной проработке того или иного момента интеграции. Такого рода различия могут приводить к конфликтам и сбоям в управлении процессом интеграции. Поэтому особенно важно условиться о том, как будет организовано управление объединенной компанией на период интеграции, какая система управления будет сформирована в результате и кто какие посты займет в новой организации.



Не менее важно уделить внимание и культурному соответствию объединяющихся компаний. Не секрет, что в многоукладной российской экономике компании находятся на очень разных стадиях развития, используют разный стиль и культуру управления. Проблема культурного несоответствия между компанией-покупателем и поглощенной компанией часто становится причиной утраты лучших сотрудников поглощаемой компании, что ведет к разрушению стоимости. Поэтому необходимо как можно раньше сформировать

образ новой объединенной компании и донести его до всех сотрудников.

---

Каждая компания выбирает свой собственный подход к слияниям и поглощениям в зависимости от целей, специфики страны и отрасли, в которой она действует. Свои модели предстоит выработать и российским компаниям, и чем более тщательно они изучат международный опыт и тенденции в области слияний, поглощений и продажи активов, чем быстрее определятся в собственных стратегиях, тем более быстрым и качественным будет их рост.