

Слияния и приобретения компаний: влияние юридической структуры сделки на стоимость бизнеса (часть 2)

Слияния и приобретения, а также их разновидность – поглощения публичных компаний, являются неотъемлемыми процессами любой рыночной экономики. Компании во всем мире стоят перед выбором модели развития – органический рост за счет расширения собственных производственных мощностей или активный рост за счет слияний и приобретений других компаний. Первая модель более консервативна, вторая – сопряжена с большим риском, но при этом может значительно увеличить благосостояние бенефициаров компании.

Мировая и российская практика показывает, что рост масштабов бизнеса за счет слияний и приобретений позволил некоторым компаниям превратиться в лидеров в том или ином сегменте бизнеса и дал возможность в лучшей мере использовать свои конкурентные преимущества по сравнению с компаниями, выбравшими ограниченный рост в качестве модели своего развития. Слияния и приобретения позволили компаниям Вымпелком и МТС превратиться в лидеров сотового рынка стран СНГ. Компания Руснефть за счет приобретений средних по размеру нефтяных компаний в 2004 году увеличила добычу нефти более чем в 5 раз и вошла в десятку крупнейших нефтяных компаний России¹. Объем рынка слияний и поглощений в России постоянно растет и в стоимостном выражении за 2004-2005 гг. составил более 70 млрд. \$².

Рисунок 1. Развитие российского рынка слияний и приобретений в 2001-2006 гг.



Ключевым показателем эффективности сделок слияний и приобретений для участвующих в них сторон является величина стоимости, дополнительно создаваемой данной сделкой. Основными источниками роста стоимости компании в результате слияния или приобретения другой компании являются возможность приобрести недооцененные рынком в конкретный момент времени активы и/или возможность использовать эффект синергии.

Синергия — (от греч. synergos — вместе действующий) — возрастание эффективности деятельности в результате интеграции, слияния отдельных частей в единую систему³. Эффект синергии часто описывают следующим равенством: $2 + 2 = 5$. Применительно к сделкам слияний и приобретений компаний эффект синергии заключается в превышении стоимости

¹ Источник: <http://www.rusneft.ru/history/>

² Источник: расчеты автора на основе первичных данных агентства MergerMarket – www.mergermarket.com.

³ Источник: <http://ru.wikipedia.org>

объединенной компании по сравнению с суммарной стоимостью компаний-участников объединения до сделки.

Наиболее распространенные источники роста стоимости компании в результате сделок слияний и приобретений приведены в таблице ниже:

Таблица 1. Источники роста стоимости компании в результате сделок слияний и приобретений

Источник роста стоимости компании	Приобретение «недооцененных активов»	Синергия
Стоимостной эффект ⁴	$VA = FV - MV$	$VA = PV \text{ of Sinergy}$
Возможные причины возникновения	- Ограничения на участников сделки	- Снижения конкуренции в продуктовой нише компании
	- Ассиметричность распределения информации между участниками рынка	- Операционная и финансовая экономия на масштабах
	- Неблагоприятная рыночная конъюнктура	- Налоговый щит
	- Неэффективное управление приобретаемой компании	- Снижение рисков бизнеса за счет вертикальной интеграции - Диверсификация*

* В случае невозможности такой диверсификации без дополнительных транзакционных издержек на уровне акционеров.

Перечисленные факторы и их количественная оценка являются объектом пристального внимания менеджмента и акционеров компании при анализе экономической эффективности конкретных сделок слияний и приобретений бизнеса.

При этом каждая из участвующих в сделке сторон проводит собственную оценку и анализирует влияние сделки на стоимость управляемого или принадлежащего бизнеса. В сделках слияний и приобретений с использованием заемного финансирования, когда предметом залога становятся акции консолидируемой в результате сделки компании, заинтересованными лицами в проведении оценки стоимости становятся кредиторы компании, которыми в большинстве случаев являются банки, предоставляющие или организующие заемное финансирование. Особый спрос на оценку и анализ влияния сделок слияний и приобретений на стоимость бизнеса рождают публичные компании. Общепринятой практикой при одобрении сделок слияний и приобретений публичными компаниями является получение заключения о справедливости финансовых условий сделки для акционеров компании (fairness opinion). Заключение о справедливости обычно готовится инвестиционными банками в консорциуме с оценочными компаниями, которые выражают мнение о том, как сделка повлияет на рыночную стоимость компании и/или рыночную стоимость отдельных пакетов акций и, соответственно, являются ли финансовые условия планируемой сделки справедливыми для акционеров и самой компании. Примерами недавних крупных сделок, в которых использовались заключения о справедливости, являются приобретение российской газовой монополией ОАО «Газпром» нефтяной компании ОАО «Сибнефть», слияния генерирующих компаний (ОГК и ТГК) в рамках реструктуризации ОАО «РАО «ЕЭС России», приобретение российской сотовой компанией ОАО «Вымпелком» мобильного оператора ЗАО «Украинские радиосистемы». По мере количественного и качественного роста российского рынка слияний и приобретений спрос на оценку в соответствующих целях будет только расти.

Оценка для целей слияний и приобретений – удел специалистов самих компаний и инвестиционных банкиров, что означает обладание наиболее полной информацией об оцениваемой компании, широкий доступ к рыночным источникам информации, наличие опыта

⁴ Где VA (Value Added) – изменение стоимости компании в результате сделки, FV (Fair Value)– справедливая рыночная стоимость компании, MV (Market Value) – рыночная цена конкретной сделки, PV of Sinergy – текущая стоимость синергетических денежных потоков, возникающих в результате объединения компаний.

проведения подобных сделок и знание их непубличных деталей, высокую квалификацию привлекаемых специалистов.

Однако согласно данным международной статистики лишь только 40% сделок может быть признано успешными с точки зрения акционеров, поддержавших их. Остальные 60% сделок приводят к потере стоимости инициировавших их компаний. Это, прежде всего, свидетельствует об ошибках, допущенных при планировании сделок, главным образом, неправильной оценке стоимости компаний. В этих условиях правильная оценка стоимостного эффекта от сделки является одной из главных задач при реализации сделки.

Методология оценки стоимости конкретного объекта зависит от вида стоимости, который необходимо определить в рамках той или иной задачи. В соответствии с российскими стандартами оценки существуют следующие виды стоимости – рыночная и отличные от рыночной стоимости, а именно: стоимость в условиях ограниченного рынка, стоимость замещения, стоимость воспроизводства, стоимость исходя из существующего использования, инвестиционная стоимость, стоимость для целей налогообложения, ликвидационная стоимость, утилизационная стоимость, специальная стоимость.

При этом под рыночной стоимостью, как базовой и наиболее распространенной формой проявления категории стоимость, понимают – «наиболее вероятную цену, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства»⁵. В экономической литературе синонимами рыночной стоимости также выступают понятия фундаментальная и внутренняя стоимость.

Исходя из мотивации участников сделок слияния и приобретений – реализовать возможные синергетические эффекты и увеличить стоимость компании, в рамках оценки стоимости компании также может возникать потребность в оценке инвестиционной стоимости.

Инвестиционная стоимость в соответствии с действующими российскими стандартами оценки – «стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях». При толковании инвестиционной стоимости будем исходить из принципа наилучшего и наиболее эффективного использования объекта оценки. Инвестиционная стоимость не может быть ниже рыночной стоимости. В случае если использование объекта каким-либо инвестором, в т.ч. приобретающей компанией, в конкретных инвестиционных целях дает величину стоимости меньшую, чем рыночная стоимость, разумный инвестор не будет использовать данный объект в подобных целях. Таким образом, инвестиционная стоимость по определению должна быть больше рыночной стоимости, что возможно в т.ч. и за счет появления синергии между данной компанией и другими бизнес-активами данного инвестора.

Инвестиционная стоимость компании в данном случае учитывает стоимость синергетического эффекта для компании, инициирующей сделку. В рамках синергетического равенства $2+2=5$ это реальная величина какого-либо из слагаемых с рыночной стоимостью 2, которая находится в пределах от 2 до 3.

Еще один стандарт стоимости, который может быть применен в рамках оценки стоимости при слияниях и приобретениях – стоимость замещения. Слияние или приобретение интересующей компании или ее активов является альтернативой замещения подобного бизнеса или актива.

Стоимость замещения – сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки. Стоимость замещения появляется в условиях, когда замещение объекта оценки экономически

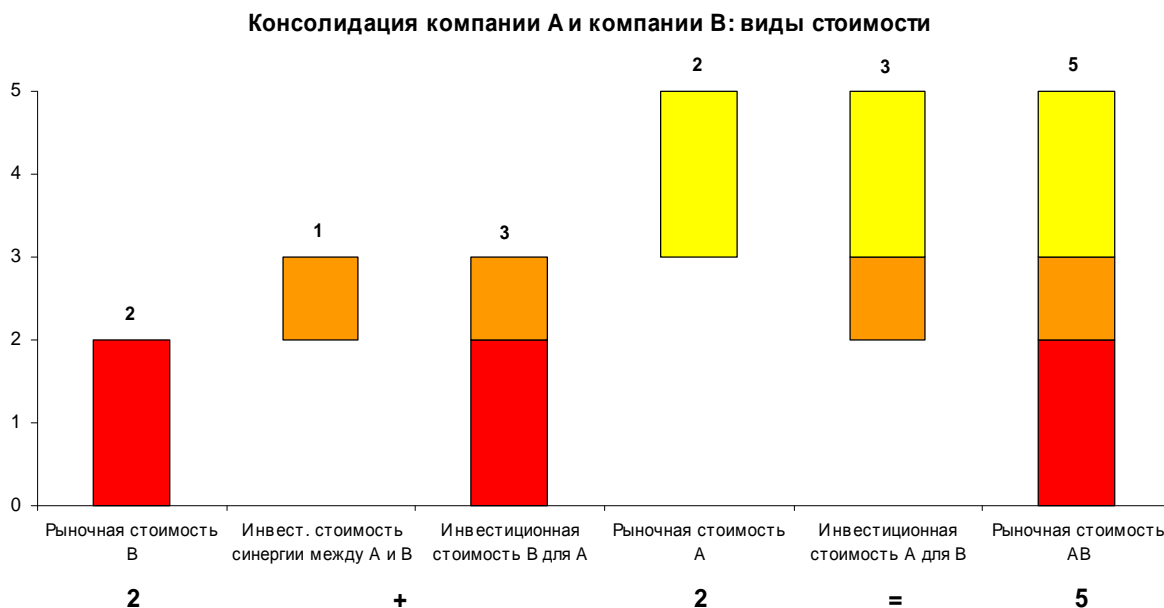
⁵ Здесь и далее при определении стандартов оценки - «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности» - Постановление Правительства РФ «Об утверждении стандартов оценки» от 06.07.2001 №519.

нецелесообразно при тех или иных условиях. В случае, если бы создание замещаемого объекта давало бы адекватную доходность на вложенный капитал, участники рынка вкладывали бы средства в объекты, аналогичные замещаемому, соответственно, был бы рынок данных объектов, и рыночная стоимость не отличалась бы от стоимости замещения. Следовательно, появление стоимости замещения возможно только в условиях, когда замещать подобный объект на рынке в текущих условиях экономически нецелесообразно. В рамках слияний и приобретений стоимость замещения используется для оценки стоимости объектов, когда единственная альтернатива приобретения интересующего объекта – строительство аналогичного, что актуально для объектов, функционирующих на рынках с ограниченной конкуренцией. Стоимость замещения на конкурентном рынке не может быть ниже рыночной стоимости. Если бы заместить объект стоило дешевле, чем приобрести аналогичный объект на рынке, ни один разумный инвестор не стал бы приобретать объект на рынке. При слияниях и приобретениях стоимость замещения является частным вариантом инвестиционной стоимости, когда конкретный покупатель в рамках данной сделки оценивает для себя стоимость замещения интересующего актива или бизнеса.

Рассмотрим случай объединения компаний А и В в результате слияния А и В либо приобретения В компанией А. Взаимосвязь разных видов стоимости, которые могут выступать в качестве объектов оценки при слияниях и приобретениях, можно представить следующими зависимостями:

Взаимосвязь между разными видами стоимости на примере консолидации компании А и компании В (путем приобретения, присоединения, слияния компании А и компании В) можно продемонстрировать на следующей диаграмме:

Рисунок 1. Взаимосвязь видов стоимости в сделках слияний и приобретений



Таким образом, при оценке стоимости в рамках сделок слияний и приобретений могут быть оценены следующие компоненты – рыночная стоимость компаний, участвующих в сделке, рыночная стоимость объединенной (консолидированной) компании, инвестиционная стоимость синергетического эффекта, инвестиционная стоимость компании, участвующей в сделке, для компании-партнера по сделке. Определение рыночной стоимости А и В в процессе реализации сделок слияний и приобретений необходимо только в технических целях (в т.ч. и для расчета коэффициентов конвертации/обмена) и не является предметом рассмотрения настоящей работы, так как на эту величину сама сделка слияния или приобретения никаким образом не влияет. Большой интерес представляет расчет рыночной стоимости консолидированной

компании (AB), сравнение которой с суммой рыночных стоимостей независимых компаний (A + B) будет свидетельствовать о наличии/отсутствии синергии и эффективности сделки. Альтернативный вариант – расчет инвестиционной стоимости синергии гораздо тяжелее реализовать на практике, так как стоимость синергии зависит не только от инкрементных денежных потоков, но и изменения уровня рисков, присущих денежным потокам консолидированной компании, что на практике характерно для большинства сделок слияний и приобретений.

При слияниях и приобретениях с оплатой акциями приобретающей компании основным фактором при анализе эффективности и целесообразности сделки для участвующих сторон является не только абсолютная, но и относительная стоимость. Например, при присоединении Конаковской ГРЭС к ОГК-5, акционеров Конаковской ГРЭС больше интересовала относительная оценка стоимости их компании (как процент от стоимости объединенной компании), чем абсолютная оценка акций для целей присоединения.

Исходя из определения видов стоимости, данных в стандартах оценки, ясно, что стандарты оценки описывают только абсолютные виды стоимости. В этих условиях в целях дальнейших рассуждений представляется целесообразным дать определение относительной стоимости.

Относительная стоимость – стоимость объекта оценки, выраженная как часть стоимости другого объекта оценки.

Относительная оценка стоимости необходима для случаев, когда информация для оценки абсолютной стоимости недостаточна, или есть вероятность существенного искажения стоимости в рамках той или иной методологии. В отдельных случаях относительная оценка – более точна, нежели абсолютная. Относительная оценка базируется на анализе и сопоставлении факторов стоимости. Например, при анализе относительной стоимости Конаковской ГРЭС и ОГК-5 при присоединении к ОГК-5 был проведен относительный анализ следующих факторов стоимости:

Табл. 2. Расчет коэффициентов конвертации/обмена Конаковской ГРЭС на акции ОГК-5 (РГРЭС, СуГРЭС, НГРЭС) исходя из ключевых факторов стоимости.

Относительная доля КГРЭС в ОГК-5						
Показатель	РГРЭС	ОГК-5 СуГРЭС	НГРЭС	КГРЭС	Доля КГРЭС в ОГК-5 ⁽¹⁾	Вытекающий коэффициент ⁽¹⁾
Установленная мощность (МВт)	3 800	1 205	1 210	2 400	27,9%	21,2x
Установленная мощность (МВт)*	4 206	2 414	2 056	2 539	22,6%	16,7x
Производство электроэнергии (млн. кВтч)						
2004	17 149	5 873	5 628	6 318	18,1%	13,0x
2005	17 254	5 852	5 608	6 195	17,7%	12,8x
2006	17 254	4 968	5 992	5 466	16,2%	11,6x
2007	19 973	5 796	6 364	17 029	34,6%	27,4x
2008	23 634	5 278	6 093	17 029	32,7%	25,6x
Среднее значение:						19,3x
Производство электроэнергии* (млн. кВтч)						
2004	18 017	11 050	7 595	6 637	15,3%	10,9x
2005	18 145	11 169	7 628	6 583	15,1%	10,7x
2006	18 168	10 420	8 064	5 865	13,8%	9,7x
2007	20 910	11 387	8 488	17 438	30,0%	23,0x
2008	24 595	11 009	8 271	17 448	28,5%	21,7x
Среднее значение:						16,3x
ЕВИТДА (в млн. \$)						
2006	47	14	27	20	18,7%	13,5x
2007	87	44	24	64	29,2%	22,4x
2008	101	49	23	77	30,9%	23,9x
Среднее значение:						19,9x

(1) Без учета чистой задолженности.

* Тепло пересчитано в электричество исходя из коэффициента 1 Гкалч = 1,16 мВт (СИ)

В качестве факторов стоимости использовались операционные показатели – установленная электрическая мощность, установленная приведенная мощность, выработка электроэнергии, выработка приведенной энергии, а также финансовые показатели – ЕВИТДА.

На основе такого сравнительного анализа были рассчитаны соответствующие коэффициенты конвертации/обмена. Относительная оценка на основе факторов стоимости более понятна участникам сделки, так как в большей степени лишена субъективных суждений оценщика. К недостаткам данного метода следует отнести – невозможность точного учета уровня задолженности консолидируемых компаний в случае разницы в структуре капитала.

Продуктом относительной оценки стоимости применительно к сделкам слияний и приобретений с частичной оплатой акциями приобретающей компании являются коэффициенты конвертации/обмена акций. В соответствии с положениями акционерного законодательства и общими подходами к реализации сделок данные коэффициенты определяются на основе соотношения рыночных стоимостей консолидируемых компаний, что подразумевает распределение образуемой в результате консолидации синергии пропорционально рыночной стоимости независимых компаний.

Среди экономистов и практикующих специалистов по оценке стоимости бизнеса⁶ также существует мнение о возможности применения отличного подхода к определению коэффициентов конвертации/обмена. Некоторые специалисты предлагают рассчитывать указанные коэффициенты, исходя из отношения стоимости акционерного капитала участвующей в консолидации компании к стоимости акционерного капитала консолидированной компании. Подобная точка зрения в принципе имеет отношение к экономической сущности сделок слияний и приобретений с оплатой акциями приобретающей стороны, однако полностью несостоятельна в рамках действующего законодательства и порядка отражения указанных сделок. Согласно действующим нормативно-правовым актам, регламентирующим порядок эмиссии акций, слияние или приобретение компаний с оплатой акциями приобретающей компании возможны только согласно следующим схемам. Консолидированная компания выпускает акции, которые обмениваются/ конвертируются в акции участвующих в слиянии или приобретаемых компаний. С одной стороны, консолидированная компания получает акции (в рамках обмена) либо активы и обязательства (в рамках реорганизации) других компаний, исходя из их рыночной оценки. С другой стороны, акции новой эмиссии, предоставляемые взамен, также имеет рыночную стоимость, исходя из рыночной оценки стоимости имеющихся акций⁷. То есть, все действия, связанные с обменом или конвертацией акций, происходят на основе принципа сложения стоимостей – стоимость акционерного капитала и количество акций компании пропорционально увеличиваются на величину, равную рыночной стоимости акционерного капитала консолидируемой компании. В случае, если обмен/конвертация акций происходит не за счет новой эмиссии, а за счет акций, имеющихся на балансе консолидированной компании до сделки, то балансовое равенство также соблюдается. Акции, находящиеся на балансе консолидированной компании, переходят в собственность акционеров консолидируемых компаний, т.е. экономически происходит размещение данных акций с оплатой акциями (обмен) либо активами и обязательствами (реорганизация) консолидируемых компаний.

⁶ Дискуссия на сайте www.appraiser.ru от 14.12.2005 - <http://www.appraiser.ru/discuss/messages/82/11481>

⁷ В случае, если сделка структурируется путем реорганизации в форме слияния, происходит первичная эмиссия ценных бумаг создаваемой компании, при этом рыночная стоимость данных ценных бумаг устанавливается, исходя из рыночной стоимости акций компаний, активы и обязательства которых переходят по передаточному акту к вновь создаваемой компании.