

СОВРЕМЕННЫЕ УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ ТЕХНОЛОГИИ

А.З. Бобылева, И.Э. Каспарова

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПРОЦЕССОМ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПРИСОЕДИНЕНИЯХ

В статье раскрываются теоретические основы управления инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях, выделяются особенности управления инвестиционными процессами в проектах, включающих сделки по слияниям и присоединениям в зависимости от типов объединения бизнеса и их мотивов, выявляется российская специфика управления инвестированием в такие проекты, предлагается комплексный механизм управления инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях, в качестве основных элементов включающий организационные аспекты, управление эффективностью инвестиционного процесса на основе модели управления стоимостью интегрированного бизнеса, выбор источников финансирования проектов внешнего роста, предполагающий их рассмотрение на каждом новом этапе как получение очередного транша для целостного проекта объединения бизнеса

Успешное долговременное функционирование организации в современном мире обусловлено в первую очередь возможностью ее развития и роста в конкурентном окружении. Хотя рост организации может быть «внутренним», «органическим» за счет повышения эффективности деятельности, улучшения качества и изменения номенклатуры продукции, в настоящий момент именно внешняя экспансия за счет слияний и присоединений часто рассматривается как наиболее значимый путь развития и адаптации организации к стремительно меняющимся условиям бизнес-среды. Так, общемировой объем сделок по слияниям и присоединениям увеличился за последние 15 лет бо-

Бобылева Алла Зиновьевна — доктор экономических наук, зав. кафедрой финансового менеджмента факультета государственного управления МГУ им. М.В. Ломоносова.

Каспарова Инна Эдуардовна — кандидат экономических наук, финансовый менеджер ООО «Райфарм».

лее чем в 3 раза и достиг 3,5 трлн долл. США. В России объем сделок по слияниям и присоединениям в 2006 г. составил 42 млрд долл. США, тогда как еще 5—6 лет назад сумма таких сделок не превосходила 12 млрд долл. США¹.

Несмотря на быстрый рост числа и объема слияний и присоединений, исследования показывают, что далеко не всегда выбор «внешнего» роста вызван рациональными мотивами и экономически оправдан, не всегда продуман управленческий процесс, поддерживающий успешность слияний и присоединений, и обоснована потребность в инвестициях. В результате значительное число проектов по слиянию и присоединению бывают неуспешными.

Проблемы, связанные с повышением эффективности слияний и присоединений, пытаются решить многие ученые и специалисты-практики, однако исследования, как правило, ограничиваются рассмотрением лишь административно-правового регулирования слияний и присоединений, непосредственно организационного инструментария проведения сделок, оценкой стоимости компании-цели. Аналитики и специалисты-практики часто предполагают, что управление инвестиционным процессом заканчивается вместе с завершением сделки по покупке бизнеса, и не учитывают, что сделки по подобному переходу корпоративного контроля — лишь часть проектов по развитию бизнеса, а требуемые для сделок инвестиции — лишь часть общей потребности в средствах для осуществления задуманных проектов.

Такой подход имеет серьезные негативные последствия: управленческий процесс дробится на обособленные независимые стадии — до присоединения и после присоединения; потребность в инвестициях рассчитывается не в полной мере — только на совершение сделки, а не на весь проект объединения бизнеса; некорректно оцениваются выгоды от проекта, его экономическая целесообразность и эффективность. Например, проект зачастую оценивается как успешный, если удалось купить недооцененную компанию, увеличить долю рынка и т.д. При этом глубоко не рассматриваются возможности использования приобретенных активов и выгоды от интеграции через несколько лет. В результате могут приниматься ошибочные решения, приводящие к краху бизнеса.

В этих условиях разработка методических основ оценки целесообразности инвестиций в слияния и присоединения на основе рассмотрения целостного проекта по интеграции бизнеса, принципов управления инвестиционным процессом и прак-

тического алгоритма его реализации представляются важными задачами, требующими своего решения.

Рассмотрение инвестиционного процесса при слияниях и присоединениях, оценка эффективности сопутствующих ему решений невозможны без уточнения самого предмета исследования — слияний и присоединений. В соответствии с российским законодательством в данном исследовании под слиянием нами понимается возникновение новой организации на базе двух или нескольких ранее самостоятельных, процедура присоединения трактуется как прекращение деятельности одной или нескольких компаний, передача прав на имущество и ведение деятельности другой компании². Термин «присоединение» используется нами вместо термина «поглощение» как более широкий и точно определенный законодательством.

Однако системный анализ отечественной и зарубежной литературы приводит к выводу о том, что экономисты не стремятся придерживаться жесткой терминологии, часто смешивают понятия «присоединение» и «поглощение», «слияние» и «присоединение». Слияния и присоединения часто не рассматриваются как самостоятельные механизмы, а оцениваются лишь как разновидности сделок по интеграции бизнеса.

Действительно, с экономической точки зрения различия между слияниями и присоединениями могут быть несущественны. Но в правовом и организационном аспектах эти сделки значительно отличаются, требуют разных процедур юридического сопровождения и оформления. Тем не менее, несмотря на существование юридических и организационных различий, представляется, что в определенных случаях слияния и присоединения можно рассматривать как единый экономический механизм обеспечения внешнего роста. Это объясняется тем, что в общем виде слияния и присоединения представляют собой некую бизнес-стратегию, которая направлена на объединение двух и более независимых компаний в одну и сопровождается переходом контроля над бизнесом. Такой подход можно также отчасти обосновать и тем, что в рамках одной компании не могут сосуществовать две корпоративные культуры, и в итоге одна из них должна стать преобладающей. Поэтому, несмотря на различия в организации и проведении сделок по слияниям и присоединениям на начальном этапе, можно сказать, что любое слияние в конечном счете практически всегда принимает черты присоединения.

Сущность слияний и присоединений позволяет рассматривать их как стратегические для компании процессы и решения, так как в результате таких сделок компании диверсифицируют

деятельность, выходят на новые рынки или выводят свои активы в другие виды бизнеса — в любом случае они предполагают глубинные преобразования бизнеса — как его экономического, так и юридического статуса.

Важнейшей составляющей принятия любых стратегических решений и, в частности, решений о слияниях и присоединениях являются инвестиционные решения — решения, связанные с выбором конкретных направлений вложения капитала на основе оценки выгод от вложений. Специфика стратегических инвестиционных решений, связанных со слияниями и присоединениями, заключается в том, что, как правило, речь идет о вложениях в новые товары, рынки, прочие инновации; эти вложения определяют будущее компании, предполагают вовлечение значительных ресурсов капитала и связаны с большим риском. Все это вызывает потребность в специфических методах управления.

Рассмотрение экономической сущности слияний и присоединений позволяет сформулировать, что управление инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях — это совокупность аналитической деятельности, направленной на предварительную оценку эффективности инвестиционного проекта и выбор потенциальных участников проекта; процедуры принятия инвестиционных и связанных с ними финансовых решений; их практической реализации; последующего управленческого аудита, оценки уровня достижения намеченных результатов и последствий отклонений от них; анализа факторов, оказывающих на результаты позитивное и негативное влияние; корректировки реализации инвестиционного процесса.

Основной чертой управления инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях является, по нашему мнению, то, что он содержит крупные взаимосвязанные этапы: первый — аналитический и подготовительный, второй — непосредственно поддерживающий сделку (внешний рост) и третий, обеспечивающий внутренний рост интегрированной компании (вложения в материальные активы — совершенствование технологий в объединенном бизнесе, обновление активов, создание общей инфраструктуры и в нематериальные — переобучение персонала, создание общей корпоративной культуры и пр.).

Представляется, что особую важность для успеха проектов, связанных со слияниями и присоединениями, имеет аналитическая составляющая управления, в основе которой должны лежать в первую очередь следующие принципы: 1) сопоставимость условий сравнения различных проектов (которую иногда очень сложно достигнуть из-за асимметричности информации); 2) учет

динамичности (изменения с течением времени и в зависимости от рыночного окружения), 3) анализ всех потенциальных последствий проекта — как экономических, так и часто имеющих место внеэкономических; 4) учет наличия разных участников проекта и, как правило, несовпадения их интересов; 5) возможность многоэтапности оценки эффективности проекта и допустимость управленческой гибкости, 6) учет возможности значительных количественных изменений в общепроизводственных, административных коммерческих расходах.

Исследование показало, что управление инвестиционным процессом имеет свою специфику в зависимости от конкретных задач и мотивов, которыми инициированы слияния и присоединения. Основные мотивы сделок по слияниям и присоединениям представлены на рис. 1.

При мотиве получения синергии особую роль играет управление на этапе интеграции компании, так как синергия не до-



Рис. 1. Основные мотивы при проведении сделок по слияниям и присоединениям

стигается единовременно после завершения сделки, эффект от нее проявляется только по прошествии времени. Выбор компании для присоединения по этому мотиву предполагает оценку потенциальных результатов за счет сокращения издержек на единицу выпускаемой продукции; увеличения стабильности денежного потока, снижения цены заимствования на рынках капитала; сокращения затрат на эмиссию ценных бумаг; увеличения эффективности капиталовложений, налогового эффекта.

При мотиве диверсификации особенностью управления инвестированием является необходимость учета высокого риска, сопровождающего проекты данного типа, качества приобретаемых и сохраняемых нематериальных активов, увеличения сложности управления дифференцированной неоднородной организацией. При мотиве «увеличение рынка» помимо стандартных рисков необходимо учитывать риски, связанные с государственным антимонопольным регулированием. Мотив «недооцененность при присоединении компаний с убытками или несостоятельной компании» требует особо тщательного учета рисков, связанных с возможностью восстановления присоединенного бизнеса.

В зависимости от характера интеграции основное внимание при управлении целесообразно уделять: при горизонтальных слияниях и присоединениях — комплексной оценке интегрированного бизнеса на основе прогнозирования возможной доли рынка в каждом конкретном случае, а также анализу выгод от расширения рынка; при вертикальных слияниях и присоединениях — оценке технологической совместимости производства, снижению производственных издержек, экономии на налогах, трансфертным ценам и на этой основе выгодам от такого объединения. При конгломератных слияниях и присоединениях управление инвестиционным процессом может иметь черты, близкие с горизонтальными и вертикальными слияниями, однако обычно оно обладает и собственной спецификой. Как правило, подобные интегрированные системы обладают гибкой, легко изменяемой структурой и представляют собой подобие инвестиционных фондов, вкладывающих свободные средства в интересные собственникам и менеджменту проекты. В связи с этим процесс отбора проектов может быть менее регламентирован и формализован, что повышает вероятность приема непродуманных, волюнтаристских решений. Однако представляется, что у этих процессов есть и другая сторона: более высокая управленческая гибкость, быстрая реакция на рыночные предложения.

Управление инвестиционными процессами при международных слияниях и присоединениях усложняется необходимостью

учета политических рисков, уровня правовой защиты инвесторов в разных странах, валютных рисков, различий в культуре, этических нормах ведения бизнеса и пр. Управление при дружественных слияниях и присоединениях более открыто, инвестиционные решения в большинстве случаев принимаются совместно и направлены на увеличение ценности нового интегрированного бизнеса. При враждебных слияниях и присоединениях принятие инвестиционных решений усложняется из-за асимметричности информации, ее искажения, прямого противодействия.

Рассмотренные отличия управления инвестиционным процессом в зависимости от конкретных задач и мотивов, которыми инициированы слияния и присоединения, а также от характера объединения, как правило, являются общими для всех стран. Однако управление инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях в российских условиях безусловно имеют свою специфику.

В России можно выделить несколько этапов слияний и присоединений: середина 90-х гг. — до кризиса 1998 г.; 1999—2002-е гг. — «посткризисный бум»; после 2002 года — «реорганизационный спад». В обобщенном виде основные факторы, обусловившие специфику российской практики управления инвестиционными процессами при слияниях и присоединениях на различных этапах, представлены в таблице.

Факторы, выделенные в таблице, показывают, как по мере развития рыночных отношений, от этапа к этапу, управлению инвестиционным процессом все меньше присущи элементы несистемности, хаотичности, зависимости от административных структур, оно постепенно приобретает больше традиционных для западных стран черт. В то же время и сейчас можно выделить группы факторов, обуславливающих специфику управления инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях в России, отличных от практики стран с развитой рыночной экономикой.

Первая группа факторов связана с различиями в причинах, вызывающих слияния и присоединения. В развитых странах волны слияний и присоединений традиционно сопутствуют стадиям экономического роста. В условиях постсоветской России вне зависимости от стадий значительно влияние таких факторов, как постприватизационное перераспределение собственности, реорганизация крупных групп по внеэкономическим причинам, политические и финансово-экономические кризисы. В связи с этим при управлении инвестированием должен учитываться широкий спектр внеэкономических факторов.

**Факторы, обусловившие специфику управления
инвестиционными процессами при слияниях и присоединениях**

Середина 1990-х гг. до кризиса 1998 г.	1998—2002 гг.	2002—2005 гг.
<ul style="list-style-type: none"> — создание формальных и неформальных ФПГ; — интеграция в отраслях, где не требовалось значительных финансовых ресурсов; — повышение эффективности управления и капитализации, в некоторых случаях смена собственника на более эффективного; — мультипликативный эффект процессов: другие предприятия также были вынуждены предпринимать меры по реструктуризации; — усиление монополизации в отдельных отраслях, снижение прозрачности из-за увеличения внутренних транзакций и трансфертных платежей; — необходимость поддержки властями: в связи с этим управление инвестированием — многоэтапное: на момент сделки и впоследствии по мере выполнения формальных и неформальных обязательств перед властями 	<ul style="list-style-type: none"> — акцент на покупку недооцененных компаний; — переход от сравнительно аморфных образований типа конгломератов к вертикально интегрированным структурам более однородного типа, имеющим четкие организационно-правовые границы; — увеличение числа международных слияний и присоединений, связанное с низкой стоимостью и финансовыми проблемами российских компаний; — направление инвестиций непосредственно в производство из-за морального и физического износа машин и оборудования в приобретаемых компаниях; — увеличение консолидации капитала за счет долей миноритарных акционеров; — присоединение компаний через процедуры банкротства; — вывод прибыли за рубеж из-за налоговых, таможенных и валютных ограничений в России; — перевод большей, чем у аналогичных западных компаний, части средств на личные счета собственников 	<ul style="list-style-type: none"> — формирование и юридическое оформление многоуровневых структур холдингового типа; — более полное раскрытие компаний в крупных сделках (вместо ранее принятого широкого использования офшоров); — возрастание формальной прозрачности компаний по мере консолидации собственности и облегчение перехода к международным нормам и правилам корпоративного управления; — усиление позиций государства в ряде отраслей, традиционно относящихся к стратегическим; — использование слияний и присоединений как подготовку к IPO; — исчезновение «легких» денег и привлечение традиционных для Запада финансовых ресурсов для инвестиций

Вторая группа факторов связана с различиями в формах государственного регулирования. Например, в США и Европе слияния и присоединения происходят в жестких законодательных рамках (законы о ценных бумагах, антимонопольное законодательство, законы отдельных штатов о корпорациях), т.е. наличие прямого юридического регулирования. Отечественное законодательство более размыто и неконкретно, позволяет процессам слияний и присоединений оставаться непрозрачными. Государ-

ственное регулирование в России проявляется в первую очередь в других формах — в виде прямого участия государства в бизнесе за счет присоединения частных фирм к государственным и косвенного влияния: в определенных случаях сделки являются защитной реакцией на последствия (издержки) приватизации, незащищенность прав собственности, налоговую политику и прочие изъятия государственного регулирования. В связи с этим инвестиции в слияния и присоединения являются более неопределенными, управление должно учитывать более высокий риск.

Третья группа факторов связана с изначально высокой монополизированностью экономики, ориентацией на крупный бизнес, что усиливает тенденцию к укрупнению бизнеса за счет внешнего роста и облегчает обоснование многих инвестиционных решений, связанных со слияниями и присоединениями.

Четвертая группа факторов обусловлена спецификой российского фондового рынка. Рынок ценных бумаг в России с самого начала развивался как рынок корпоративного контроля, для него характерна относительно низкая доля операций, формирующих портфельные инвестиции, и высокая доля покупки акций с целью передела собственности. В то же время лишь небольшая доля слияний и присоединений осуществляется через организованный фондовый рынок, рыночная цена акций на вторичном рынке обычно не имеет существенного значения. В связи с этим цена приобретаемой компании часто определяется не рыночным путем, а зависит от субъективных факторов: наличия доступа у покупателя к инсайдерской информации, его «приближенности» к исполнительной власти и пр.

Пятая группа факторов связана со спецификой структуры собственности российских компаний и участников операций:

— несмотря на определенные правовые механизмы, миноритарные акционеры компании-«цели» играют пассивную роль и не могут выступать полноценными участниками рынка корпоративного контроля. При слияниях и присоединениях они могут как выиграть за счет более высокой цены, предлагаемой за акции («премии слияния»), так и проиграть (если новый собственник будет проводить политику, ущемляющую их права). При этом низкая ликвидность акций не позволяет им в подавляющем большинстве случаев оценить выгоду от продажи и повлиять на цену продажи;

— реализация прав собственности путем исполнения обязанностей генерального директора основным собственником. Это приводит к тому, что слияния и присоединения тщательно

«не просчитываются», а скорее окрашены эмоционально, связаны с внеэкономическими факторами;

— сложная и непрозрачная структура собственности компаний обуславливает минимум открытости при совершении данных сделок, мешает установлению справедливой рыночной цены;

— сравнительно высокие требования к доле в акционерном капитале для осуществления контроля над компанией могут требовать большого объема инвестиций при слияниях и присоединениях;

— взаимоотношения между компаниями (в том числе между входящими в структуру групп) в минимальной степени и относительно неэффективно регулируются законодательно, что приводит к разнообразию возможностей для управления переходом прав собственности и высокой неопределенности результата;

— часто неформальный контроль (через «контрактные группы», финансовые потоки, давальческие механизмы, соглашения об использовании «денежных суррогатов» и т.д.) является более предпочтительным, чем юридическое оформление слияния или присоединения. Помимо финансовых затрат такого оформления, часто необходимо преодоление сопротивления региональных властей, конкурентов, криминальных структур, что под силу только очень крупным группам со связями в федеральных органах власти. Это, с одной стороны, удешевляет процесс объединения, с другой — делает его очень неустойчивым, затраты могут не окупиться;

— региональные власти не имеют возможности непосредственного законодательного регулирования интеграционных процессов (как это имеет место в США посредством законов отдельных штатов), но обычно участвуют в сделках в пользу одной из сторон;

— в случае присоединения через банкротство частные кредиторы могут получить определенные выгоды от выкупа своих требований со стороны компании-приобретателя, а кредиторы, представляющие те или иные государственные институты, часто используются для инициирования дела о банкротстве;

— в качестве «белого рыцаря» может использоваться абсолютно любая структура (не только «дружественный» покупатель акций, но и федеральная структура, региональная администрация, банк-кредитор, судебная инстанция, криминальная группировка, которым даже не требуется приобретать акции компании-цели).

Многие особенности российской практики управления инвестируемым при слияниях и присоединениях вызваны сово-

купным действием вышеприведенных факторов. К таким особенностям в первую очередь относятся следующие:

- практически отсутствуют равноправные слияния, преобладают враждебные поглощения, часто с использованием «административного ресурса»;

- оплата чаще происходит не акциями, а наличными средствами и векселями;

- известная в США с 80-х гг. агрессивная скупка недооцененных на фондовом рынке компаний с целью повышения их рыночной стоимости и последующей перепродажи, часто с раздроблением компании и применением долгового финансирования (LBO) в России практически не распространена;

- распространение враждебных поглощений через банкротство и различные долговые схемы;

- финансирование сделок по приобретению акций осуществляется в основном за счет акционеров, обмен акциями в российской практике присоединений практически не использовался;

- среди методов и защиты, и враждебного поглощения преобладают административно-силовые и судебные методы;

- сохранение некоторой популярности инвестирования в создание конгломератов, в то время как в мире данный тип объединений утрачивает свою значимость (среди компаний, акции которых в настоящее время обращаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, сейчас лишь 40 компаний официально классифицированы как конгломераты, однако и они переориентировали свою деятельность на те сегменты, в которых лидируют).

Следует отметить, что специфическим и очень распространенным видом инвестирования в России продолжают оставаться враждебные поглощения. В современной России их доля очень высока, — по оценкам авторов, в годы перестройки 70—80% поглощений можно считать враждебными. При этом особенностью сделок является то, что в их ходе зачастую используются меры, методы и технологии, не соответствующие определенным принципам поведения в бизнесе, противоречащие законам рынка. Подобные поглощения можно характеризовать не только как враждебные, но и как недобросовестные, некорректные.

Главной причиной широкого распространения практики таких поглощений являлось то, что их стоимость обычно ниже, чем стоимость традиционного рыночного присоединения. Уменьшение потребности в инвестициях при «нецивилизованных» присоединениях в России обусловлено следующими факторами:

— отсутствием роста котировок акций компании-цели вследствие отсутствия открытой информации о возможности слияния или присоединения;

— возможностью фирмы-агрессора добиться успеха, просто сместив менеджеров (заменив генерального директора, сформировав «свой» совет директоров), что, безусловно, дешевле присоединения «по правилам»;

— имеющимися недостатками в законодательстве о банкротстве, которое содержит немало положений, удешевляющих захват, что часто используется для передела собственности (низкий порог задолженности, специфическая процедура назначения и контроля деятельности арбитражных управляющих, возможность погашения задолженности третьими лицами наравне с прямыми участниками процесса банкротства);

— возможностью поглотителя использовать административные ресурсы для снижения цены сделки, лоббирования своих интересов. Например, региональная исполнительная власть часто стремится к формированию так называемой «региональной экономики», пытается перевести под свой контроль основные предприятия региона и помогает тем самым переделу собственности.

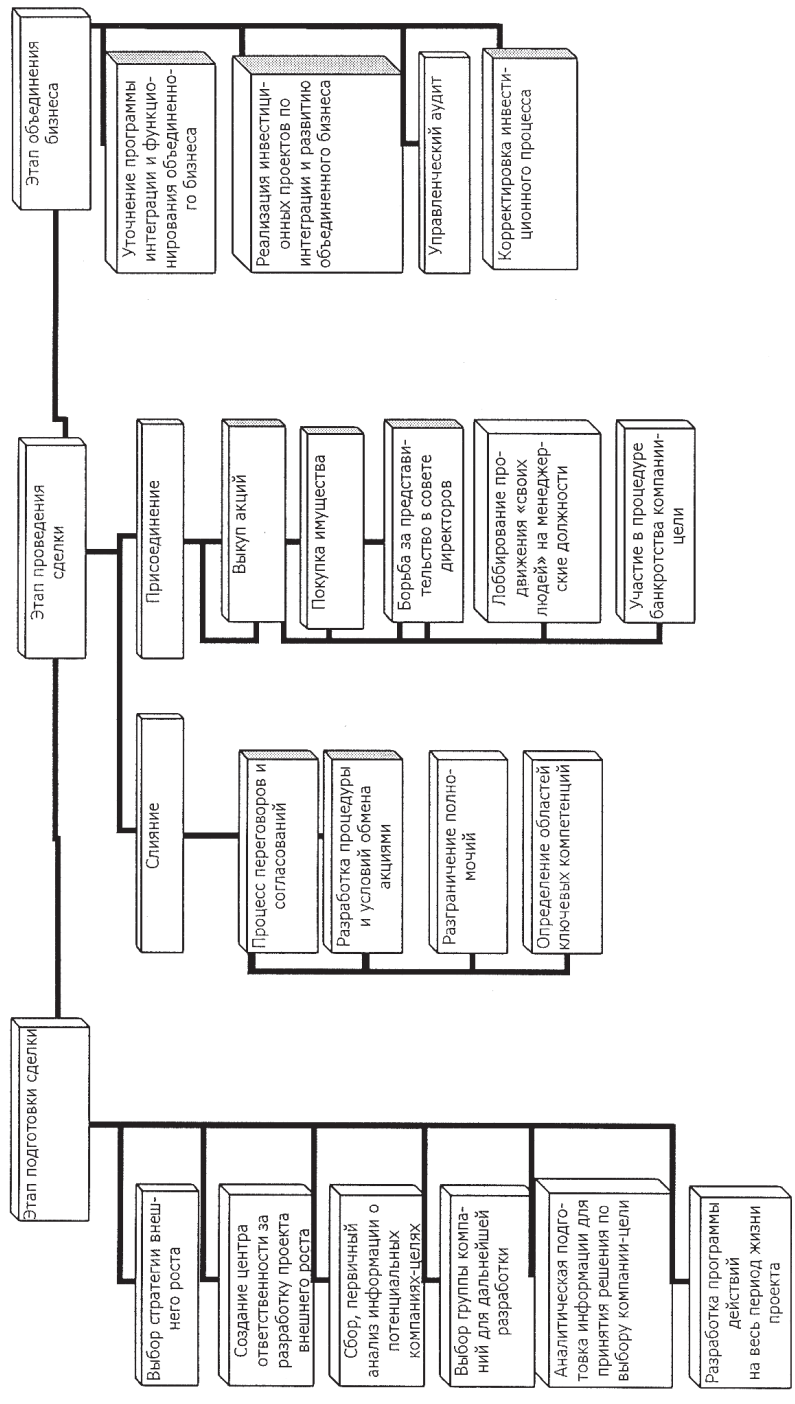
Наиболее важными управленческими механизмами, при которых переход прав собственности на основе дружественных слияний и присоединений стал бы менее затратным по сравнению с враждебными сделками, по нашему мнению, являются: совершенствование законодательного регулирования (укрупнение регистраторов, повышение их независимости от эмитентов, создание центрального депозитария, доработка правил крупных присоединений для компаний); улучшение правоприменения (образование государственного органа, контролирующего соблюдение правил добросовестной конкуренции или наделение дополнительными полномочиями ФСФР); использование надзора негосударственных организаций за соблюдением деловых этических стандартов; активизация внутрикорпоративных мер защиты.

В целом наше законодательство, правоприменение, надзор негосударственных организаций и корпоративные противозахватные меры должны создать условия, при которых переход прав собственности на основе дружественных слияний и присоединений стал бы менее затратным по сравнению с враждебными сделками. При этом представляется, что стратегия управления этим процессом должна быть нацелена на использование либерально-рыночного подхода: постепенное устранение причин явления посредством качественных глубинных из-

менений в экономике, стандартах делового поведения, регулирующих нормативных актах, рыночном поведении компаний. Постепенно в сознание участников бизнес-процессов должно внедриться понимание, что репутация, имидж компании — важнейший нематериальный актив, увеличивающий ценность компании, а криминальные, полукриминальные, «серые» методы слияний и присоединений существенно разрушают созданную стоимость.

Реализация проекта «внешнего роста», включающего сделку (сделки) слияния и присоединения в целом предполагает следующую последовательность этапов управления инвестиционным процессом и организационную структуру (схема). На подготовительной стадии для обоснования инвестиционных решений и в целом управления инвестиционным процессом целесообразно выделить следующих шагов: выбор собственниками и топ-менеджерами стратегии внешнего роста в качестве приоритета для компании — создание центра ответственности за разработку проекта внешнего роста — сбор, первичная аналитическая обработка информации о потенциальных компаниях-целях — выбор узкой группы компаний для дальнейшей разработки — аналитическая подготовка информации для принятия решения по выбору компании-цели (оценка требуемых инвестиций в проект, эффекта от них, возможных рисков проекта, анализ рынка и прогнозирование реакции рынка на реструктуризацию) — разработка программы действий, включающих организацию проведения сделки и программы дальнейшей интеграции бизнеса.

Реализация проекта слияния или присоединения предполагает создание центра ответственности за его разработку и осуществление. Представляется, что такой центр ответственности должен быть образован в структуре департамента (управления, т.д.) стратегического развития и функционировать как его составная часть. Это позволит более последовательно проводить выбранную стратегию или в случае изменения условий, получения новой информации и т.п. корректировать всю стратегию в целом. Представляется, состав рабочей группы по слиянию (присоединению) должен включать несколько уровней: вице-президента (зам. директора и др.) — руководителя центра ответственности, подчиняющегося вице-президенту (зам. директора и др.), ответственному за разработку стратегии, — «менеджеров изменений» — целевые группы (маркетологи, технологи производства, аналитики фондового рынка, инвестиционные аналитики, оценщики). Состав целевых групп может



Этапы управления инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях

меняться вместе с прохождением отдельных этапов, решением конкретных задач.

Стадия активных управленческих действий включает организацию и проведение сделки. В случае присоединения это выкуп акций на вторичном рынке или в ходе тендера, покупка имущества, борьба за представительство в совете директоров, лоббирование продвижения «своих людей» на ключевые менеджерские должности, участие в процедуре банкротства компании-цели в качестве кредитора и т.д. В случае слияния управленческие действия могут быть более «мягкими» и содержать относительно длительный процесс переговоров и согласований, разработку процедуры и условий обмена акциями, разграничения полномочий, определения областей ключевых компетенций и т.д.

После проведения сделки начинается этап интеграции бизнеса. По сути это должен быть также этап активных действий: все мероприятия по интеграции бизнеса должны быть продуманы на стадии подготовки информации для принятия решения по выбору компании-цели, на данном этапе они могут быть лишь уточнены и скорректированы. Он состоит из управления реализацией инвестиционных проектов, направленных на интеграцию бизнеса, и, возможно, мероприятиями неинвестиционного характера, связанными с объединением бизнеса.

В целом представленная последовательность этапов управления инвестиционным процессом, организационная структура, реализующая проект внешнего роста, сформулированные задачи подразделений предлагаемой организационной структуры создают основу для системного принятия управленческих решений, связанных со стратегией внешнего роста, повышения эффективности проектов, включающих сделки по слиянию и присоединению.

Возможность управления эффективностью инвестиционного процесса при слияниях и присоединениях, корректная оценка выгод от проекта внешнего роста зависят от системного учета факторов, влияющих на его успешность на разных этапах его разработки и реализации, и выбора адекватных критериев оценки результатов.

Эффект от интеграции бизнеса (прирост стоимости бизнеса) E_f за определенный период ($t = 1, 3, 5, 10$ лет) является функцией затрат (инвестиций) на присоединение (покупку) компании-цели (S_1), затрат на организацию ее присоединения (S_2), финансово-экономического состояния компании-поглотителя (F), инвестиций в интеграцию бизнеса, текущих затрат за период

срока жизни объединенного бизнеса ($\sum_{t=0}^n S^t$) и доходов от интегрированного бизнеса ($\sum_{t=0}^n D^t$), т.е. $Ef = f(S_1, S_2, F, \sum_{t=0}^n S^t, \sum_{t=0}^n D^t)$.

Оценку эффекта от деятельности объединенного бизнеса по прошествии определенного периода (или периодов) целесообразно проводить на основе не какого-либо одного, а ряда критериев. Индикаторами успешности потенциального объединения бизнеса для инвесторов могут служить прогноз величины показателя прибыли на одну акцию, например через 1, 3, 5 или 10 лет, рыночная добавленная стоимость, экономическая прибыль, EBITDA или прогноз суммарной доходности для акционеров (TSR).

Системное использование рассмотренных выше критериев, построение различных сценариев развития на основе учета волатильности внешних и внутренних факторов, определение минимально допустимых значений ключевых показателей успешности объединения бизнеса позволяет аргументировать и глубоко обосновать выбор компании-цели на стадии аналитической подготовки информации для принятия инвестиционного решения по слиянию и присоединению, оценить размер требуемых инвестиций комплексно в целостный проект, включающий внешний рост, эффект от инвестиций, возможные риски.

В основе процесса управления эффективностью инвестиционного процесса при слияниях и присоединениях, предлагаемого в данном исследовании, лежит модель управления стоимостью интегрированного бизнеса, которая предполагает:

- формулирование цели и задач проекта с учетом ресурсных и временных ограничений;
- обоснование формы интеграции (слияние, присоединение, альянс, совместное предприятие);
- выбор компании-цели;
- выявление параметров, от которых зависит величина выгод в долгосрочной перспективе, определяемая увеличением ценности объединенной компании;
- выбор системы критериев оценки результатов с учетом того, что каждый критерий, взятый в отдельности, имеет свои недостатки и ограничения;
- выбор способа («фондовый», «банкротный») и организация проведения сделки, учитывающей правовые и организационные особенности бизнеса, а также обеспечивающей обоснованный уровень контроля бизнеса, сохранение всех важных для развития бизнеса ресурсов;

- реализацию мер по интеграции бизнеса и программы функционирования интегрированного бизнеса, включающую систему инвестиционных проектов, соответствующих цели объединения, предполагающих вложения как в материальные, так и в нематериальные активы (переобучение сотрудников, адаптация их к новым условиям работы, создание общей корпоративной культуры), результат которых должен проявиться в росте ценности интегрированного бизнеса;

- проведение управленческого аудита, направленного на контроль выполнения проекта, нахождение отклонений от намеченных количественных ориентиров, выявление причин отклонений, корректировку проекта или уточнение критериев.

Важнейшей составляющей инвестиционного процесса при слияниях и присоединениях является оценка стоимости компании-цели. Такая оценка необходима для определения инвестиционных потребностей для осуществления сделки, возможности мобилизации финансовых ресурсов, уточнения рыночной позиции компании-цели, ее ликвидности в настоящий момент и по прошествии времени, сравнения с альтернативными издержками при других вариантах развития. Как указывалось в начале статьи, довольно часто именно стоимость компании-цели является определяющим фактором при принятии решения о сделке, и хотя мы далеки от придания фактору стоимости компании-цели столь гипертрофированного значения, тем не менее не можем отрицать важность правильной оценки, так как выкуп компании часто «оттягивает» на себя значительную долю инвестиций в весь проект внешнего роста.

Определение стоимости компании-цели, целесообразной величины инвестиций в приобретение бизнеса в российских условиях сталкивается с серьезными затруднениями из-за невозможности определения справедливой стоимости бизнеса на основе рыночных котировок, значительной доли госсобственности в акционерном капитале многих компаний, трудностей в определении реальных собственников бизнеса, непрозрачности отчетности, очень широкого ассортимента продукции и видов оборудования во многих компаниях, инфраструктурных особенностей.

Изучение особенностей оценки компании-цели в российских условиях позволяет сделать вывод, что существующие на Западе методики плохо приспособлены для решения задачи принятия решений в условиях высокой неопределенности, присущей российскому рынку, они часто бессильны при столкновении со слабой прогнозируемостью результатов деятельности, неэкономическими рисками. С другой стороны, они не в пол-

ной мере позволяют учесть эффекты, вытекающие из условий развивающейся рыночной экономики — например, высоких темпов роста.

Тем не менее «доходный» подход возможен и целесообразен к применению, если предполагается, что у интегрированной компании будет высокий стабильный денежный поток, значительные нематериальные активы, ее будущая деятельность в целом достаточно определена. В некоторых случаях «доходный» подход может быть полезен для приблизительной и быстрой оценки бизнеса, когда достаточно ориентировочно оценить стоимость одной или нескольких компаний, не имея большого массива рыночных данных.

«Доходный» подход также удобен для построения модели управления стоимостью интегрированной компании. Он позволяет устанавливать основные факторы, от которых зависит стоимость, а также чувствительность к их изменениям. На его основе могут быть выявлены взаимосвязи между факторами, построены цепочки стоимости (ценности), определены интервалы, в которых могут изменяться основные драйверы ценности, разработана программа (система мер) по управлению стоимостью.

В отличие от «доходного» подхода, при котором покупатель фактически оценивает стоимость, которая впоследствии будет создана им самим, «рыночный» («сравнительный») подход в большей степени позволяет оценить то, чем обладает сейчас продавец и, безусловно, является необходимой составляющей комплексной оценки компании. По нашему мнению, в российских условиях использование «рыночного» подхода целесообразно скорректировать применением расширенной группы мультипликаторов, включить сравнение по большому кругу направлений: размеру компаний, продуктам и услугам, величине рынка и уровню конкуренции, зависимости от поставщиков, состоянию оборудования, финансовым результатам и их достоверности, качеству менеджмента, величине финансового рычага и пр. Такая корректировка связана с тем, что многие из используемых на западе коэффициентов в российских условиях не просто рассчитать или их величина может быть сильно искажена из-за низкого качества информации. В связи с этим привязка оценки к узкому набору сомнительных по чистоте расчетов показателей может приводить к ошибкам.

Целесообразность применения «имущественного» подхода в российских условиях обоснована наличием большого объема материальных активов отечественных компаний, в частности в сырьевом секторе. Однако встречающееся на практике придание высокого веса оценке по имущественному подходу в ин-

тегральной оценке стоимости компании может приводить к некорректным выводам: недооценке потенциала компании или, наоборот, к его переоценке.

Инвестиционные решения, предполагающие определение стратегических направлений вложения капитала, безусловно тесно связаны с финансовыми решениями. Хотя финансирование инвестиционных проектов, в основе которых лежит слияние или присоединение, можно условно разбить на две части: финансирование присоединения бизнеса и финансирование дальнейшего развития объединенной компании; методологически такой подход представляется некорректным, и его применение может привести к проблемам в реализации всего проекта внешнего роста. На практике вполне может сложиться ситуация, когда весь потенциал привлечения средств исчерпан на стадии присоединения бизнеса, средства на интеграцию и развитие бизнеса станут доступны только через достаточно отдаленный период, а в настоящее время требуются затраты на его поддержание без какой-либо адекватной отдачи.

В связи с этим при принятии инвестиционного решения вопросы, связанные с финансированием всего проекта внешнего роста — сроки и источники привлечения ресурсов, их стоимость и изменение стоимости с течением времени, — должны обсуждаться в комплексе на стадии рассмотрения целесообразности реализации проекта. Решение о способах финансирования на каждом новом этапе и для каждого нового инвестиционного проекта должно приниматься не как отдельное и независимое, а как решение о получении очередного транша в следующий этап целостного проекта.

Исторически особенности финансирования сделок по слиянию и присоединению в России обусловлены отечественными механизмами перехода корпоративного контроля — «бесплатной» приватизацией, залоговыми аукционами, присоединениями компаний-банкротов, использованием возможностей участия в корпоративном управлении компании-цели, которые часто обладали нерыночными характеристиками: заниженной стоимостью, доступом к собственности ограниченного круга лиц, непрозрачностью. Однако развитие рыночных отношений в России, совершенствование законодательства, придание большего значения соблюдению норм деловой этики позволяет считать, что на первый план в последнее время выходят методы финансирования, традиционные для развитых стран.

В целом при присоединениях в современных условиях возможны следующие источники финансирования: имеющиеся собственные денежные средства; акции компании-покупателя в ка-

честве платы за целевую фирму; дополнительная эмиссия акций компании-покупателя; заемные средства (кредиты банков и эмиссия различных видов облигаций); конвертируемые ценные бумаги.

Анализ российской практики показывает, что в отличие от западных стран у нас преобладает денежное финансирование: по примерным оценкам, до недавнего времени денежными средствами финансировалось около 90% сделок. Это объясняется главным образом общей неразвитостью отечественного фондового рынка, недостаточной ликвидностью и относительно низкой стоимостью ценных бумаг российских компаний. Недооценка акций российских компаний приводит к тому, что финансирование денежными средствами пока более выгодно.

Использование заемных средств хотя бы частично является обычной мировой практикой финансирования слияний и присоединений. Различия обычно вызваны тем, какой вид заемного финансирования и какую долю заемного капитала целесообразно использовать в каждом конкретном случае. По сравнению с западной практикой в финансировании российских слияний и присоединений доля собственных средств обычно выше. Это объясняется главным образом высокой стоимостью кредитных ресурсов для заемщика, высоким риском кредитования таких проектов для банков, отсутствием на российском рынке гибких долговых инструментов. Тем не менее можно утверждать, что спрос на заемное финансирование в России растет благодаря расширению рынка слияний и присоединений, развитию рынка облигаций, снижению стоимости заемных средств.

Выбор формы финансирования в России и в развитых странах часто обусловлен разными факторами. Если в западных странах определяющими факторами являются стоимость привлекаемого капитала, налоговые и информационные факторы, то в России основную роль играют неразвитость фондового рынка и низкая стоимость ценных бумаг компаний, наличие свободных денежных средств для выкупа, масштаб сделки, воспринимаемая рынком ценность акций, уровень финансового рычага у объединяющихся компаний, государственное регулирование в области обеспечения прозрачности операций, защиты прав акционеров (в том числе миноритарных), регулирования социальных конфликтов, порождаемых слияниями и присоединениями. К сожалению, современное российское законодательство пока сосредоточено прежде всего на антимонопольных аспектах, да и то в значительной мере формально.

В целом предлагаемый подход к принятию решений о способах финансирования на каждом новом этапе инвестиционно-

го процесса при слияниях и присоединениях как к получению очередного транша для целостного проекта предполагает:

- различные комбинации рассмотренных взаимодополняющих финансовых ресурсов,
- последовательную замену в ходе реализации целостного проекта внешнего роста относительно краткосрочных финансовых ресурсов для быстрой покупки компании-цели (банковского кредитования, собственных средств, изъятых из других направлений собственного бизнеса) на долгосрочные источники финансирования интеграции бизнеса и функционирования объединенной компании (например, выпуск облигационных займов, выход на IPO);
- более широкое использование гибридных ценных бумаг;
- увеличение доли оплаты сделок путем обыкновенных акций покупателя и доли займов в источниках финансирования на всех этапах реализации проекта внешнего роста. Расширению механизмов управления задолженностью может способствовать введение субординации долга в российское законодательство: субординированные кредиторы имели бы стимул в виде более высоких доходов по долговым обязательствам.

Таким образом, комплексный механизм управления инвестиционным процессом при слияниях и присоединениях в качестве основных элементов включает организационные аспекты (выделение последовательности этапов и их задач, создание центров ответственности), управление эффективностью инвестиционного процесса на основе модели управления стоимостью интегрированного бизнеса, выбор источников финансирования проектов внешнего роста, предполагающий их рассмотрение на каждом новом этапе как получение очередного транша для целостного проекта объединения бизнеса.

Примечания

¹ Слияния и поглощения. 2007. Январь. № 1—2 (47—48). С. 52.

² Закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г. (в последней ред. с изменениями от 5 февраля 2007 г.). Ст. 16, 17.