Санкт-Петербургский государственный университет

Экономический факультет

**Панина Анастасия Сергеевна**

**Выпускная квалификационная работа**

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ В МЕЖДУНАРОДНОМ БИЗНЕСЕ

Направление 080100 – «Экономика»  
Основная образовательная программа бакалавриата:   
«Международные экономические отношения и международный бизнес»

Научный руководитель:

доцент, доктор экономических наук

Ефимова Елена Глебовна

/\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/

Рецензент:

менеджер департамента аудиторских услуг

ООО «Эрнст энд Янг»

Гладкий Никита Александрович

/\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/

Санкт-Петербург  
2018

Содержание

[Введение. 3](#_Toc513092274)

[Глава 1. Слияния и поглощения как форма консолидации хозяйствующих субъектов в мировом хозяйстве. 5](#_Toc513092275)

[1.1 Сущность и основные причины слияний и поглощений. 5](#_Toc513092276)

[1.2.Финансовые аспекты трансграничных слияний и поглощений. 12](#_Toc513092277)

[1.3 Проблемы, возникающие в процессе консолидации компаний на опыте зарубежных компаний 17](#_Toc513092278)

[Глава 2. Анализ трендов сделок M&A. 24](#_Toc513092279)

[2.1 Современная международная практика процессов слияний поглощений. 24](#_Toc513092280)

[2.2 Особенности российских слияний и поглощений. 36](#_Toc513092281)

[Глава 3. Оценка эффективности сделок M&A на основе анализа финансового состояния Lenta Ltd. 44](#_Toc513092282)

[3.1 Организационный анализ деятельности предприятия. 44](#_Toc513092283)

[3.2 Расчёт синергетического эффекта. 47](#_Toc513092336)

[Заключение. 54](#_Toc513092337)

[Список использованных источников. 57](#_Toc513092338)

[Приложение 1. 59](#_Toc513092339)

[Приложение 2. 60](#_Toc513092340)

[Приложение 3. 61](#_Toc513092341)

# Введение.

Данная работа направлена на изучение процессов, происходящих в результате слияний и поглощений, и на формирование концептуальных представлений о свойственных ключевых тенденций международному механизму сделок M&A. Транзакциям слияний и поглощений всегда были присущи большие объемы, как по количеству, так и по стоимостным величинам, следовательно, всестороннее понимание не только методов финансирования и структурирования сделки покупки компании, но и перспективности стратегической целесообразности становится одним из основополагающих факторов ее успеха.

Актуальность какого-либо экономического явления определяется, прежде всего, его ролью в развитии экономики, причем важно рассматривать его значимость не только в обозримом будущем, но и в общей перспективе. На определенных этапах компания сталкивается с необходимостью реорганизации, либо адаптации в связи с общими тенденциями изменения общей среды функционирования, в результате чего, экспансия становится основным путем развития хозяйствующего субъекта.

В настоящее время, в России для процессов слияний и поглощений на фоне сложившейся геополитической ситуации и неопределенности в отношении прогнозов дальнейшего развития экономики, характерным явлением было сокращение общей суммы транзакций и увеличение количества небольших внутренних сделок, однако в 2017 году критическая точка была пройдена и снова наблюдается положительный тренд. Принимая в учет количество, стоимость и объемы совершаемых операций можно, как считают эксперты, утверждать, что будет наблюдаться увеличение активности сделок M&A.

В современных условиях проблема слияний и поглощений различных компаний крайне актуальна. Это можно обусловить следующими причинами:

1. Слияния и поглощения оказывают значительное влияние на мировую экономику. Расширение бизнеса делает его менее уязвимым, менее подвластным внешним регуляторам, как со стороны правительства, так и со стороны международных экономических организаций. Данный аспект крайне актуален в отношении развития российских компаний в условиях современных реалий.
2. Тенденции слияний и поглощений быстрыми темпами распространяются среди компаний, причем компании участвуют в международных сделках, как в качестве приобретаемых, так и наоборот, вследствие чего рынок приобретает специфические особенности.
3. После обострения отношений со странами ЕС и США и ускорения темпов инфляции объем крупных слияний и поглощений значительно сократился, однако определенная часть экспертов прогнозирует динамику в секторе сделок M&A в России. Следовательно, востребованность исследований в данной области будет только возрастать.

Цель данной работы – обозначить основные тенденции и перспективы развития трансграничных слияний и поглощений.

Для достижения поставленной цели определены следующие задачи исследования:

* Выявить основные подходы к определению «слияния и поглощения»;
* Определить и выделить основные мотивационные аспекты, которые побуждают компании совершать сделки по слиянию и поглощению;
* Обозначить основные подходы к созданию стоимости сливающихся компаний;
* Рассмотреть проблемы, возникающие на различных этапах консолидации компаний;
* Выявить признаки, характеризующие исключительно современные международные механизмы слияний и поглощений;
* Проследить динамику международных интеграционных процессов;
* Сформировать вывод о перспективах дальнейшего развития;
* Показать на примере «Lenta Ltd» процедуру поглощения финской компании «К-Руока».

Курсовая работа выполнена на основе книг российских и зарубежных авторов, специалистов в области слияний и поглощений. В ней так же использованы материалы периодических изданий, данные статистических сборников, отчеты международных организаций, обзоры и исследования консалтинговых компаний, законодательные акты и ресурсы Интернет сети.

В работе были использованы следующие методы исследования: общенаучные (синтез, анализ, аналогия, сравнение) и специальные (группировка, регрессионный анализ, методы эконометрического анализа и т.д.).

**Глава 1. Слияния и поглощения как форма консолидации хозяйствующих субъектов в мировом хозяйстве.**

**1.1 Сущность и основные причины слияний и поглощений.**

В последние годы специалисты все чаще углубляются в изучение практики слияний и поглощений в связи с тем, что рынок сделок значительно вырос в объемах. Следует отметить, что при исследовании рынка можно встретиться с разнообразной трактовкой одних и тех же терминов, вследствие чего необходимо обозначить основные формулировки дефиниций.

Можно выделить определенные грани различий в подходах к определению «слияний и поглощений» с точки зрения практики и российского законодательства. При этом необходимо охватывать полный спектр преобразований, происходящий при совершении сделок данного типа. Изменения, происходящие при слияниях и поглощениях, зачастую охватывают все уровни внутренней организации предприятия, следовательно, необходимо рассматривать сделки, опираясь на различные аспекты, выявленные в ходе реорганизации и интеграции компаний.

Исходя из анализа литературы, в том числе правовых документов, можно выделить следующие, наиболее часто встречающиеся трактовки термина «поглощения» или «acquisition»:[[1]](#footnote-1)

1. Операционная сделка, с участием двух, как правило, не равных по величине компаний, в результате которой осуществляется переход прав корпоративного контроля над корпорацией;
2. В зарубежной литературе под поглощением имеется в виду враждебный захват компании путем реализации тендерного предложения, адресуемого акционерам компании в обход ее руководства;

Следовательно, термин «слияния» или «merger» можно определить как:

1. Весь спектр сделок по перемене прав собственности над компанией: дружественное поглощение; враждебное поглощение; покупка всех или основных активов компании-цели, при сохранении состава собственников и их прав;
2. При реорганизации юридического лица в форме присоединения к нему другого юридического лица первое из них считается реорганизованным. Состав юридических лиц при этом полностью обновляется.

Поглощения некоторые авторы рассматривают в качестве синонима слияния, относя к ним как добровольные слияния, так и враждебный захват путем реализации тендерного предложения и другие формы получения контроля над советом директоров. Согласно этой концепции поглощение – оплаченная сделка, в результате которой происходит переход прав собственности на корпорацию не зависимо от того, является оно дружественным или враждебным, поскольку в любом случае из нескольких компаний образуется одна.[[2]](#footnote-2)

Согласно Гражданскому Кодексу РФ [1] слияние или поглощение подразумевает изменение юридического статуса субъекта, который претерпевает реорганизацию. Однако сделки типа M&A далеко не всегда сопровождаются прекращением существования юридических лиц. Расширение бизнеса и появление бизнес-синергии можно обеспечить установлением контроля над поглощаемой компанией путем приобретения ее акций. В случае если изменения происходят лишь в структуре собственности и внутренняя организация компании остается прежней, то данные рыночные транзакции не относят к сделкам слияния и поглощения. Так же следует отметить термин «takeover», в некоторых случаях он относится к враждебным поглощениям[[3]](#footnote-3), но он более неопределенный в своей основе.

Слияния и поглощения представляют собой стратегии компаний по расширению, в результате которых одна компания приобретает власть над другой[[4]](#footnote-4). Если в данном процессе участвуют примерно равные по силе бизнесы и в результате образуется новая компания, то данную сделку можно отнести к «слияниям», если же более конкурентоспособная фирма желает присоединить к себе меньшую, то к «поглощениям/присоединениям». Принимать участие в сделках M&A могут лишь юридические лица, покупка акций физическим лицом не может являться сделкой слияния или поглощения.

Причины сделок слияний и поглощений исследуются не только представителями основных теоретико-экономических школ, но и в рамках прикладного конкретно-экономического анализа, включая специалистов в области стратегического менеджмента. Существует множество теорий, объясняющих слияния и поглощения одной причиной, однако часто на практике таких причин бывает несколько. (Таблица 1.1)

*Таблица 1.1*

**Основные мотивы, объясняющие причины (цели) слияний и поглощений**

|  |  |
| --- | --- |
| Мотив сделки | Характеристика мотива сделки |
| Синергия | SE = АВ - (А+В) |
| Операционная синергия  Экономия за счет масштаба  Экономия за счет охвата | Увеличение эффективности за счет масштабов или за счет горизонтального или вертикального роста |
| Финансовая синергия | Экономия за счет доступа к капиталу, отдачи от масштабов, а так же доступа к внешним инвестициям |
| Диверсификация  Новые продукты/прежние рынки  Новые продукты/новые рынки  Прежние продукты/новые рынки | Повышение операционной эффективности путем выхода на новые рынки и/или запуском новой продукции |
| Рыночное могущество | Наращивание доли присутствия на рынке, за счет чего компании имеют возможность завышать цены на рынке |
| Корректировка стратегии  Технический прогресс  Изменение в политике и нормах  регулирования | Компании имеют возможность быстрее подстроиться под требования рынка или получить доступ к ведущим НИОКР |
| Самоуверенность управляющих | Проблема неверной оценки компании из-за субъективного мнения управляющих менеджеров |
| Покупка недооцененных активов  (коэффициент q) | При определённых потрясениях на рынке стоимость компаний может не соответствовать реальной стоимости ее активов |
| Неудачное управление  (проблема агентских отношений) | Действия управляющих могут идти вразрез с интересами стейкхолдеров, сделки совершаются для удержания позиций |
| «Менеджеризм» | Управляющие рассматривают слияния и поглощения в качестве способа увеличения размера и репутации компании |
| Налоговые соображения | Способ использовать налоговые кредиты и прочие опции для уменьшения налогового бремени компании |
|  |  | |

Составлено по: Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 22-24.

Синергия.

Стремление достичь синергии является одной из основополагающих причин совершения сделок M&A, так как в случае успешного завершения сделки стоимость компании общая стоимость двух компаний будет их превышать стоимость как отдельных подразделений.[[5]](#footnote-5)

*Операционная синергия* делится на экономию за счет масштаба и охвата. Обе ведут к повышению эффективности функционирования бизнеса в руках у умелых менеджеров.

Отдачей от масштаба считается уменьшение постоянных издержек с увеличением объемов производства. Для получения отдачи постоянные из­держки компании перераспределяются на увеличившийся масштаб производства, следовательно, уменьшаются постоянные издержки, как, например, оплата аренды, амортизационные отчисления, зарплата персонала, уплата процентов и налоги. При увеличении объемов производства затраты на производство 1 единицы продукции падают и растет прибыль от продаж.

«Экономией на охвате или производством более разнообразной продукции с теми же ресурсами называется использование определенного набора навыков или вида активов для производства товаров или оказания услуг, ранее не производившихся.» [[6]](#footnote-6) В частности, когда компания Proctor & Gamble Company приобрела Gillette в 2005 году, было объявлено, что фирма рассчитывает получить от синергетического эффекта от $ 1-1,2 млрд долларов и увеличить плановый объем продаж до $750 к 2008 году на экономии за счет охвата.[[7]](#footnote-7)

*Финансовой синергией* или уменьшением издержек для привлечения капитала традиционно считается воздействие сделки на финансовые показатели компании покупателя или уже новообразовавшегося лица, в результате сделки. При достижении финансовой синергии издержки могут снизиться, если компании получат отдачу от масштаба. Также могут снизиться затраты на капитал ­за счет снижения издержек на эмиссию ценных бумаг.

Диверсификация.

Диверсификация подразумевает развитие компании в отрасли, отличной от ее обычной деятельности. Существует два основных направления диверсификации. Зачастую компании стремятся сменить или расширить область функционирования для минимизации рисков и увеличения доходов. Вторым направлением развития компании путем диверсификации является обновление ассортимента или проникновение на более перс­пективные рынки фирмой.[[8]](#footnote-8) Например, для получения доступа к нефтяным и нефтехимическим рынкам в Германии и соседствующих с ней странам, нефтяному концерну ОАО «Роснефть» выкупил у венесуэльского государственного концерна PDVSA, принадлежащую ему 50%-ную долю в немецком предприятии Ruhr Oel GmbH, на сумму $ 1,6 млрд. Помимо выхода на новые рынки, компания так же получила знания, опыт и техническое ноу-хау Ruhr Oel GmbH. [[9]](#footnote-9)

Рыночное могущество.

Исходя из мотива и целей, можно утверждать, что компании совершают сделки для монополизации рынка и завышения цен, что было бы невозможным при наличии большого количества конкурентов. Если рассматривать горизонтальные слияния в отраслях с малым количеством конкурентов, то объединившиеся компании будут занимать большую долю рынка и, следовательно, большими возможностями в области ценообразования в данной отрасли. Увеличивать рыночное могущество так же можно путем вертикальных слияний, посредством уменьшения зависимости от поставщиков. Располагая контролем над базовыми поставщиками сырья, компания сможет оказывать непосредственное влияние на конкурентов в данной области. Однако антимонопольный регулятор тщательно отслеживает все сделки M&A, следовательно, монополизировать отрасль таким путем не представляется. Исходя из исследования рынка авиаперевозок,[[10]](#footnote-10) слияния в авиационной отрасли в конце 1980­x годов действи­тельно привели к росту цен на авиабилеты.

Корректировка стратегии.

Исследователи полагают, что компании прибегают к сделкам слияния и поглощения в условиях быстрых изменений на рынке для того чтобы быстрее реагировать и приспосабливаться. Корректировать стратегию приходится в связи с технологическим прогрессом или изменениями в законодательстве. Так, к примеру, в октябре 2010 года, инвестиционная группа, в которую входит российское промышленное предприятие ОАО «Кировский завод», в ходе увеличения основного капитала приобрела около 51% компании A. Monforts Werkzeugmaschinen GmbH & Co. KG, являющейся ориентированным на технологии промышленным предприятием, а также заказчиком ОАО «Кировский завод».[[11]](#footnote-11)

Самоуверенность управляющих.

Данная теория объясняет причины покупки активов, даже если их стоимость равна или даже выше рыночной. Когда менеджмент компании излишне самонадеянно относится к оценке компаний и переценивает возможную синергию, возникает данная проблема с приобретением компаний. Однако даже в том случае, если расчет стоимости компании верен, компания-покупатель может переплатить из­-за конкуренции на рынке и прочих желающих приобрести данные активы. Компания цель будет получать различные предложения, поэтому стоимость покупки закономерно возрастет. В случае если управляющие переоценивают компанию и платят за покупку ее активов сумму, большую, чем их рыночная стоимость, то такую ситуацию называют «проклятьем победителя».

Покупка недооцененных активов (коэффициент q).

«Коэффициент Тобина – это отношение рыночной стоимости акций поглощаемой компании к затратам на замещение ее активов.».[[12]](#footnote-12) При определённых потрясениях на рынке стоимость компаний может не соответствовать реальной стоимости ее активов, ее рыночная стоимость будет меньше затрат на приобретение схожих активов вне сделки M&A (т. е. коэффициент q < 1). Эта теория позволяет объяснить причину совершения сделок, когда цены на акции падают ниже балансовой стоимости фирмы. К примеру, когда компания Valero Energy Corp. стала крупнейшей нефтеперерабатывающей фирмой в Северной Америке, приобретя Premcor Inc за $ 8 млрд. в 2005 году. Постройка нового завода с эквивалентной мощностью обошлось бы Valero дороже на 40%.[[13]](#footnote-13)

Неудачное управление (проблема агентских отношений).

Проблема агентских отношений возникает, когда действия управляющих идут вразрез с интересами стейкхолдеров, и сделки совершатся для удержания управляющих позиций, если управляющие располагают лишь небольшой долей всех акций. Проблема может усугубиться, если у акций много держателей, так как издержки в итоге распределяются между всеми в небольшом количестве, поэтому игнорировать данную проблему могут довольно долго. Проблема плохого управления накладывает отпечаток и на основные показатели, что в итоге влияет на курс акций, превращая компанию в потенциальную мишень для менеджеров, которые могут посчитать что ее акции недооценены.

Налоговые соображения.

В качестве целей совершения сделки могут выступать налоговые соображения по ряду причин. Прежде всего это получение налоговых кредитов или льгот в связи с тем, что у приобретаемой компании остались чистые операционные убытки, и возможность переоценить приобретенные активы. Так, к примеру, одним из мотивов несостоявшейся в 2014 году сделки между AbbVie и Shire называют налоговую инверсию. В июле американская фармацевтическая компания AbbVie договорилась о приобретении Shire примерно за $54 млрд. По данным WSJ, сделка могла стать крупнейшим слиянием в этом году. После завершения слияния AbbVie собиралась перейти под налоговую юрисдикцию Великобритании (Shire зарегистрирована на британском острове Джерси), что позволило бы ей снизить налоговую нагрузку.[[14]](#footnote-14) Второй аспект связан со статусом сделки как не облагаемой налогом.

Итак, исходя из перечисленных определений и законодательной базы, можно составить ряд основных признаков, относящих рыночные транзакции к сделкам типа M&A:

1. Это сделка, участниками которой являются юридические лица;
2. Сделка предполагает смену контролирующих лиц, следовательно, приобретаемый пакет акций должен не менее 25%;
3. Посредством данной транзакции реализуются планы компании по расширению и интеграции.

Опираясь же на представленную классификацию, слияния и поглощения можно разбить на две основные группы: объективные и субъективные.[[15]](#footnote-15)

К первой группе можно отнести мотивы, в основе которых лежит та или иная выгода непосредственно для компании. В этом случае все мотивы являются продолжением стратегии развития компании. Субъективные мотивы включают в себя мотивы, где на первое место становятся те или иные интересы частных лиц (в основном менеджеров). Объективные мотивы можно разделить на защитные мотивы, а так же на мотивы, связанные с синергетическим эффектом.

К первой группе относятся мотивы, где в основе располагаются механизмы защиты рынка и компании от враждебных поглощений.

Мотивы второй группы, в основе которых лежит синергетический эффект, в свою очередь можно разделить на две части:

1. Мотивы, которые направлены на улучшение ситуации внутри объединившейся компании, такие как снижение издержек, эффект масштаба, устранение неэффективных управляющих и т.д.; они выделяются в группу «внутрифирменные мотивы»;
2. Мотивы M&A, синергетический эффект от которых подразумевается в том, что компании будет легче и проще что-либо получать извне; их можно отнести к группе внешних по отношению к фирме мотивов.

Однако, в итоге, об истинных мотивах слияний и поглощений остается лишь догадываться, поскольку в официальной информации не раскрываются ни детали, ни последствия сделок. Анализировать сделки возможно лишь по косвенным признакам и факторам, которые указывают на причины и мотивы совершения сделок. Данная классификация не является исчерпывающей, однако любой новый мотив можно будет с легкостью подставить в существующую классификацию.

* 1. **Финансовые аспекты трансграничных слияний и поглощений.**

В процессе создания стоимости критически важной становится способность точно измерять и управлять стоимостью международной корпорации или подразделения компании. Предприятия различаются по характеру своих операций, обслуживаемым рынкам и имеющимся в распоряжении активам. По этой причине, анализируя совокупность знаний в области оценки бизнеса, было выработано три основных подхода, с помощью которых могут быть оценены компании, которые изложены в рисунке 1.1.

*Рисунок 1.1*

Подход по активам

Метод скорректированной балансовой стоимости

Метод ликвидационной стоимости

Рыночный подход

Метод публичной компании-аналога

Метод сделок M&A

Доходный подход

Метод капитализации

Метод дисконтирования

**Подходы к оценке бизнеса**

Составлено по: Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. М., 2004, стр. 131-133

Данные подходы позволяют определить экономическую стоимость компании, которую не нужно корректировать, если целью покупателя является приобретение лишь небольшой части компании. Но если же целью является установление контроля над компанией, то для определения цены приобретения к рассчитанной экономической стоимости необходимо прибавить премию за контроль. Классически инвесторы предпочитают приобрести контрольную, а не миноритарную долю в другой компании, поскольку в таком случае они смогут ей управлять.

Оценка на основе дисконтированного денежного потока.

Теория доходного подхода состоит в том, что стоимость покупки рассчитывается как текущая стоимость будущих выгод, дисконтированных по норме доходности, отражающих рискованность инвестиций. Данный подход применяется при расчете стоимости для целей слияний и поглощений гораздо чаще, чем рыночный подход или подход по активам. Приобретатель вкладывает капитал при совершении покупки, чтобы получить в перспективе чистые денежные потоки, которые не являются гарантированными, т.е. подвержены рискам.[[16]](#footnote-16)

При оценке могут использоваться прошлые или прогнозируемые данные. В качестве показателя денежного потока можно взять FCFF(free cash flow for the firm) – свободный денежный поток фирмы, рассчитанный как поток выгод для всех инвесторов, без вычета процентов по заемному капиталу из операционной прибыли, или FCFE (free cash flow to equity investors) – свободный денежный поток у владельцев собственного капитала, который остается в их распоряжении после погашения всех операционных обязательств, включая налоги, капитальных обязательств и расчетов с другими поставщиками капитала, а в качестве показателя прибыли – посленалоговую прибыль (net income, NI), операционную прибыль или прибыль до вычета процентов и налогов (earnings before interests and taxes, EBIT) или же прибыль до вычета процентов, налогов, амортизации и износа (earnings before interests, taxes, depreciation and amortization, EBITDA). FCFF это посленалоговый денежный поток от операционной деятельности фирмы за вычетом чистых инвестиций в основной и оборотный капитал, доступный инвесторам (кредиторам и собственникам). Так как FCFF это денежный поток, полученный в результате эксплуатации активов, который направлен инвесторам, то его величина должна быть равна сумме выплат, и обратно. Разница между FCFF и FCFE – это денежный поток, связанный с долгом компании плюс требования, не относящиеся к обыкновенным акциям. Процентные платежи умножают на коэффициент, равный (1 – налоговая ставка), чтобы скорректировать FCFF на ту часть процентов, выплаченных владельцам акций, которая невозместима для акционеров в связи с тем, что проценты вычитаются из налогооблагаемой базы.[[17]](#footnote-17)

Широко применяется метод оценки такой как метод дисконтирования денежного потока (discount cash flow, DCF), который базируется на положении, что стоимость активов на данный момент – это текущая стоимость денежных потоков, которые будут получены от этих активов в течение их экономической жизни, дисконтированных по определенной ставке, соответствующей рискам этой компании.[[18]](#footnote-18) Он предусматривает прогнозирование результатов работы компании за ряд последовательных лет и затем расчёт приведенной стоимости (PV) этих годовых прогнозных показателей путем деления каждого из них на ставку дисконтирования. Ставка дисконтирования или ставка капитализации отражает доходность, требуемую для того, чтобы инвестор купил активы, с которыми связан данный уровень риска. В конце прогнозного периода определяется продленная стоимость компании, называемая так же ее устойчивой стоимостью, или стоимостью устойчивого роста, которая представляет собой расчетную стоимость ее будущих денежных потоков на этот момент. Затем эта продленная стоимость дисконтируется к приведенной стоимости и прибавляется к сумме дисконтированных прогнозных годовых показателей денежного потока. Рассчитанную таким образом PV фирмы иногда называют подлинной или внутренней стоимостью компании. Когда метод DFC применяется к свободному денежному потоку для компании (FCFF), то этот метод называется методом коммерческого предприятия, а когда к свободному денежному потоку для акционеров (FCFE), то методом собственного капитала.

Однако данный метод обладает определенным рядом недостатков. Прежде всего, он требует прогнозирования денежных потоков для каждого периода, продленной стоимости компании и ставки дисконтирования или капитализации на основе ограниченной или ненадежной информации. К тому же, он не пригоден для оценки стоимости компаний, которые систематически терпят убытки, из-за отсутствия предмета дисконтирования. Нужно отметить, что при выборе данного метода оценки отсутствует возможность приемлемой оценки активов, которые не перманентно генерируют денежные потоки и не ожидают их поступления в ближайшем будущем, но которые представляют ценность из-за их потенциала повышения стоимости. Так же метод крайне чувствителен к точности прогнозирования денежного потока и выбору ставки дисконтирования. При использовании различных ставок дисконтирования можно столкнуться с такими проблемами, как завышение показателя синергии, в случае, если доходность компании переоценена. Доля продленной стоимости в совокупной стоимости может быть непропорционально большой. [[19]](#footnote-19)

Оценка на основе рыночных показателей, или относительная оценка

Рыночный подход основан на принципе замещения (principle of substitution), исходя из которого следует, что стоимость определяется на основе цен, которые были уплачены за схожие объекты на соответствующем рынке. Стоимость, определяемая рыночным подходом, как и в доходном подходе, учитывает стоимость материальных активов, используемых компанией в ее деятельности. Если у бизнеса есть избыточные операционные или неработающие активы, они могут быть оценены отдельно, а их стоимость добавлена к стоимости основной деятельности, чтобы определить стоимость предприятия в целом.[[20]](#footnote-20)

В рамках данного подхода выделяют метод публичной компании аналога. Этот метод исходит из того, что рынки совершенны, т.е. определяемая рынком текущая стоимость компании отражается всю информацию, имеющуюся о ней на данный момент. Текущей стоимостью, в данном случае, можно назвать то, за что приобретатель заплатил, а продавец выручил бы за совершение сделки по продаже компании, если бы они располагали одной и той же информацией. При этом методе стоимость компании рассчитывается путем умножения определенных рынком коэффициентов (к примеру, таких как цена/прибыль, или P/E, цена/балансовая стоимость, цена/объем продаж для других фирм той же отрасли, сопоставимых отраслей или же для сопоставимых недавних продаж сходных фирм) на прибыль, балансовую стоимость, или объем продаж оцениваемой компании. Результатом расчёта является стоимость фирмы на ликвидно миноритарном уровне, поскольку торгуемые акции компании аналога представляют собой миноритарные интересы.

Помимо метода публичной компании аналога так же применяют метод сделок M&A, при использовании которого рассматриваются цены, обычно уплачиваемые публичными компаниями за приобретение контроля над бизнесом. Такие сделки зачастую носят стратегический характер, когда покупатель приобретает в той же или сходной отрасли, чтобы достичь различных синергетических эффектов или других выгод интеграции. Таким образом, уплачиваемая цена чаще всего отражает инвестиционную стоимость для этого конкретного покупателя, а не справедливую рыночную стоимость, принимающую такие допущения, которые участники рынка использовали бы при определении стоимости актива или обязательства, включая допущения о риске.. Чтобы метод сделок слияний и поглощений приводил к достоверному результату стоимости, данные о совершенных сделках должны относиться к компаниям, которые в разумной степени схожи с оцениваемой компанией целью.

Одним из главных недостатков данного подхода является вероятность большой доли погрешности в результатах оценки, что является результатом быстроты оценки. Основными причинами могут являться трудности в нахождении действительно сопоставимых открытых акционерных компаний. Результат может исказить текущая ситуация на рынке, ведь используются прошлые данные учета, поэтому необходим фундаментальный анализ ситуации на рынке. Кроме того, результат нужно будет скорректировать на премию за контроль.[[21]](#footnote-21)

Несмотря на то, что при анализе используются самые точные рыночные показатели на текущее время, таких сопоставимых сделок может быть немного или возникает ряд проблем с нахождением конкретных данных, относящихся к ним.

Методы оценки на основе стоимости активов

При оценке бизнеса для целей слияний и поглощений в первую очередь используется подход по активам, когда главная задача приобретателя состоит в приобретении определенных материальных или нематериальных активов. Так же данный подход нередко применяется конъюктурными покупателями, находящимися в поиске владельцев, которые выставляют свой бизнес на продажу, ввиду неблагоприятных обстоятельств.[[22]](#footnote-22)

Следственно, методы оценки на основе стоимости активов, например балансовой стоимости или ликвидационной стоимости компании, обычно используют в особых ситуациях. Такие показатели как балансовая стоимость материальных активов на акцию или балансовая стоимость минус деловая репутация, полезно рассчитывать при оценке компании по оказанию финансовых услуг или дистрибьюторских фирм, где существенную долю активов составляют высоколиквидные активы. Или же можно определить стоимость диверсификационной компании, состоящей из множества подразделений, или производственных линий, путем суммирования PV каждого подразделения или производственной линии, как будто бы они были самостоятельными. Аналогично, чтобы найти стоимость дробления компании, нужно рассчитать посленалоговые поступления от реализации ее подразделений и вычесть из нее PV обязательств и затраты, понесенные при продаже компании по частям.

К недостаткам приемов данного подхода можно отнести то, что методы определения стоимости компании на основе стоимости ее активов не учитывают возможность синергии между ее различными подразделениями. При расчете балансовой или ликвидационной стоимости компании стоит учитывать, что балансовая стоимость может отличаться от рыночной, либо же что имеющееся рынки зачастую неликвидны. Так же присутствует распространенная проблема ограниченности доступа к требуемой информации и принятия в учет лишь ретроспективной информации.[[23]](#footnote-23)

В итоге, исходя из критического анализа литературы и практических примеров, с моей точки зрения, можно отметить три основных подхода к созданию стоимости компании: на основе прибыли или дисконтированного денежного потока, на основе рыночных показателей и методы оценки на основе стоимости активов. Рассмотренные методы ложатся в основу расчётов стоимости компаний, принимающих участие в сделках слияния и поглощения. Метод дисконтирования денежного потока является основным методом предварительной или базовой оценки стоимости компании-мишени, другие же методы могут использоваться для подтверждения результата, полученного с помощью метода DFC.

* 1. **Проблемы, возникающие в процессе консолидации компаний на опыте зарубежных компаний**

Тем не менее, опытные старшие менеджеры раз за разом терпят неудачи при совершении сделок M&A. К примеру, в задокументированном случае, когда в 2007 году Daimler пришлось расстаться с Chrysler, который она приобрела примерно за 10 лет до этого, после непрерывных потерь миллиардов долларов.[[24]](#footnote-24) Либо в другом случае, широко освещавшемся прессой, в октябре 2007 года CEO объединения Alcatel-Lucent, Патрисия Руссо, призналась, что после трех последовательных прибыльных периодов, результаты слияния были ниже, чем предполагалось.[[25]](#footnote-25)

Основными причинами неудач является то, что оплатить сделку легко, но правильно ее провести весьма затруднительно. В целом, многие слияния и поглощения характеризуются отсутствием планирования, ограниченностью взаимодействия, различиями в организационной/управленческой/интернациональной культуры, ошибками при оценке стоимости компаний, и трудности в реализации стратегии после неправильного подхода к интеграции со стороны объединяющихся организаций после подписания соглашения.

Менеджеризм

Одна из превалирующих причин неудач связана с самоуверенностью управляющих; ошибка заключается в том, что у таких менеджеров есть уверенность, что под их руководством и с помощью объединения организаций, эффективность увеличится в краткие сроки и преимущества слияний будут реализованы. Следует отметить, что существуют случаи, когда переплата оправдала возложенные надежды, к примеру, когда Electra была приобретена Elco с переплатой примерно в 30%, согласно стоимости акций, однако со временем выяснилось, что приобретение было весьма выгодным, по крайней мере в области производства и продажи кондиционеров.[[26]](#footnote-26) В любом случае, не смотря на отсутствие рентабельности приобретающих компаний, сделки такого рода продолжают совершаться. Можно выделить несколько причин происходящего:

* Если отсутствует потенциал для получения прибыли, деятельность продолжается потому что:

1. Менеджеры делают ошибки в оценке стоимости.
2. Управляющие стремятся максимизировать свою прибыль, даже за счет акционеров.
3. Менеджеры действуют под давлением совета директоров и акционеров, желая показать непрерывный рост.

* Потенциал существует, однако:

1. Существуют организационные проблемы, возникающие после сделки, влекут за собой много расходов, которые сводят на нет потенциальную прибыль, и не позволяют реализоваться M&A.
2. Существует методологическая проблема с расчетом успешности и прибыльности слияний и поглощений, и, следовательно, возможные преимущества не очевидны.
3. M&A вызывает реакцию у внешних заинтересованных сторон, в результате которых возможные положительные последствия исчезают. К примеру, покупатели решают изменить свои предпочтения при покупке, в то время как денежный поток средств от этих клиентов был частью оценки приобретаемой партии.[[27]](#footnote-27)

Причины первого раздела ведут к двум другим областям, которые по-разному объясняют причины неудач слияний и поглощений, а именно: стратегическое управление и организационное поведение. Так же необходимо отметить проблематику оценки M&A.

Проблемы оценки частных компаний

В связи с необходимостью соответствовать требованиям и акционеров, и регулирующих органов открытым компания приходится искать баланс между желанием минимизировать налоги и стремлением обеспечить квартальную прибыль на уровне ожиданий инвесторов. Если установить баланс не удается, то зачастую это моментально сказывается на их рыночной стоимости. Существование таких органов как Комиссия по ценным бумагам и биржам, ограничивает возможности открытых компаний манипулировать финансовой информацией, в то время как частные компании, наоборот, обладают такими возможностями, особенно их деятельность не подлежит постоянному регулированию. Анонимность многих международных компаний, просто для манипулирования информацией, проблемы, характерные для мелких фирм, и склонность владельцев управлять ими так, чтобы минимизировать налоги, создают ряд существенных рисков при определении их стоимости. Можно выделить несколько групп таких рисков.[[28]](#footnote-28)

*Отсутствие информации из внешних источников.* Как правило, результаты анализа положения частных фирм внешними специалистами найти практически не возможно. Сторонние специалисты мало заинтересованы в том, чтобы освещать работу таких фирм из-за отсутствия открытого рынка для их ценных бумаг, поэтому классически можно найти только прогнозы деятельности, составленные их собственными управляющими. Освещение в прессе тоже очень ограничено, следовательно, единственным источником данных, предоставленных даже самыми солидными компаниями-провайдерами статистической и финансовой информации о мелких частных фирмах, – редкие и поверхностные опросы управляющих этих фирм.

*Отсутствие информации из внешних источников.* Как правило, результаты анализа положения частных фирм внешними специалистами найти практически не возможно. Сторонние специалисты мало заинтересованы в том, чтобы освещать работу таких фирм из-за отсутствия открытого рынка для их ценных бумаг, поэтому классически можно найти только прогнозы деятельности, составленные их собственными управляющими. Освещение в прессе тоже очень ограничено, следовательно, единственным источником данных, предоставленных даже самыми солидными компаниями-провайдерами статистической и финансовой информации о мелких частных фирмах, – редкие и поверхностные опросы управляющих этих фирм.

*Отсутствие внутреннего контроля и приемлемой системы отчетности.* Зачастую в частных фирмах нет такой строгой системы отчетности и внутреннего контроля, как в открытых компаниях. Системы отёчности в мелких фирмах либо несовершенны, либо не существуют вовсе, отсутствие формальных средств контроля, например систем, позволяющих следить за расходованием средств, и процедуры согласования, гарантирующей использование средств по назначению, создает возможность для мошенничества и растраты ресурсов компании. Другая серьезная проблема – отсутствие документации. Существенную часть многих частных компаний составляет интеллектуальная собственность, например программное обеспечение, химические формулы и т.д. Более того, частные фирмы зачастую не занимаются CRM-менеджментом и не имеют письменных контрактов с основными клиентами, что создаёт условия для возникновения споров с ними при смене собственника компании. Кроме того, существует возможность манипулирования и доходами, и затратами предприятия частной фирмы для того, чтобы минимизировать ее налоговые обязательства или сделать ее более привлекательной для покупателя. Нередко владельцы, которые хотят ее продать, склонны завышать ее доходы.

*Особенности отдельных компаний.* На практике с большой долей вероятности международные частные компании могут обладать присущими только им особенностями, которые осложняют определение их стоимости. К примеру, компания очень чувствительна к колебаниям спроса из-за больших постоянных затрат, либо компания располагает рентабельной продуктовой линией, но данная марка не может пройти барьер и стать брендом. Обычно подобные факторы снижают стоимости компании из-за того, что предсказать ее денежные потоки очень сложно. Однако благодаря тем же особенностям частной фирмы прозорливый покупатель может реализовать синергию, объединив ее с такой компанией, которая восполнит все ее недостатки.

Проблемы стратегического управления

Согласно опыту стратегического менеджмента, стратегии слияний и поглощений варьируются в связи с частыми изменениями окружающей экономической среды и последующими трудностями реализации. Таким образом, будущий денежный поток, который представляет собой основу оценки стоимости, трудно предсказать. Кроме того, исследования в области стратегического менеджмента показывают, что возможности внутреннего повышения эффективности организации ограничены, а на каком-то этапе, это может отрицательно повлиять на ее конкурентоспособность.[[29]](#footnote-29)

Стратегический подход к управлению рассматривает значительное количество параметров успеха, в том числе от размера продаж, увеличение доли рынка, улучшение конкурентных способностей, и, конечно, изменения в доходности после слияния в отношении периода до М&A. Данные параметры влияют в зависимости от стратегического соответствия между двумя компаниями, и, следовательно, являются основными факторами успехов и неудач в результате слияний и поглощений. Стратегическое соответствие выражается в синергии потенциала слияния. Тем не менее, даже в смежных слияниях, число неудач довольно высоко.

Объяснить столь низкие результат можно тем, что потенциал взаимодействия не всегда проявляется в реализации. Существует две причины отсутствия реализации синергии:

1. Синергетический эффект может не проявиться из-за отсутствия предварительного планирования. Проведя предварительное планирование, можно избежать лишних затрат, выявив основные источники синергии, и актуализировав потенциал синергии в относительно короткий промежуток времени. Без определенного плана, потенциал синергии тает в длинных и сложных организационных процессах, которые не приносят плодов.
2. Отсутствие реализации синергии в смежных слияниях связаны с недостатком внимания к человеческим факторам, а именно, менеджерам и рабочим, в особенности к человеческим ресурсам приобретенной компании.

Данная причина рассматривается областью организационного поведения.

Проблемы организационного управления

Исследователи и консультанты по вопросам организационного поведения утверждают, что основной причиной неудач в сфере слияний и поглощений является отсутствие учета человеческого фактора в процессе планирования и осуществления международных сделок слияния. Другими словами, даже учитывая специфические условия успеха в соответствии с первыми двумя областями, а именно, оплатой целесообразно стоимости приобретенной компании, и проведением M&A между двумя смежными организациями с потенциалом для синергии, человеческий фактор может привести к провалу. Руководители и работники, которые не приспосабливаются к слиянию, сознательно или подсознательно, вследствие различий культурных или в стиле управления, вызывают значительные расходы и смещают потенциал синергии.[[30]](#footnote-30)

После всестороннего исследования, проводившегося в последние годы и накопленного опыта во многих слияниях, известно, что, по сути, основным фактором, который влияет на менеджеров и рабочих, прежде всего, в приобретенной компании, является степень управления/организационных различий культуры между двумя сливающихся организациями. Когда разница в культуре управления значительна, слияние обречено на провал. Таким образом, генеральный директор Daimler-Chrysler, немец, Юрген Шремпп, утверждал, что американецу, Джеймсу Холдену, не удалось приспособиться к его подходу к управлению, который включает, например, политику сокращения расходов и текущую отчетность о важных событиях в Chrysler и, таким образом, индуцировал сохраняющуюся неопределенность.[[31]](#footnote-31) Зависимость успеха слияний и поглощений от культурных различий можно проследить в Приложении 1.[[32]](#footnote-32) Данная таблица показывает, что различия культур взывают напряженность/давление и негативное отношение среди руководителей и работников, в первую очередь тех, кто работал приобретенной компании. В результате негативного отношения к приобретающей организации, приверженность руководителей к успеху слияния обесценивается, что негативно отражается на эффективности. Таким образом, топ-менеджеры приобретенной компании покидают компанию и переходят к конкурентам или в другие фирмы, вследствие чего фирма теряет человеческий капитал.

В итоге, опираясь на опыт и знания различных сфер, изучающих процессы M&A, а так же на факторы, оказывающие на них непосредственное влияние, необходимо отметить, что проблемы могут возникнуть на любом этапе консолидации компаний. Однако если рассматривать общий массив проваленных сделок, то можно выявить 4 основных момента, ошибившись в которых, компания, несомненно, не сумеет оправиться от последствий, а именно: менеджеризм, проблемы оценки компаний, проблемы стратегического управления и, наконец, проблемы организационного управления. Принимая во внимание все аспекты проведения сделок слияний и поглощений, для их успешного завершения, всегда необходимо помнить о рисках, с которыми придется столкнуться компании.

Подводя черту, можно отметить, что слияния и поглощения представляют собой важный инструмент интеграции хозяйственных образований, реструктуризации и вытеснения с международного рынка неконкурентоспособных фирм. Само по себе понятие сделок M&A может быть рассмотрено с различных позиций, что задает последующее разнообразие сфер и областей, прилегающих к изучению слияний и поглощений.

Прежде всего, необходимо заняться определением и выделением основных мотивационных аспектов, побуждающих международные компании совершать сделки по слиянию и поглощению. Наиболее распространенными причинами являются достижение синергетического эффекта, диверсификация, а так же корректировка стратегии. Однако при этом стоит отметить, что синергия в качестве мотива рыночной транзакции не особо распространена в российской практике.

Следующим этапом является разработка основных подходов к созданию стоимости сливающихся компаний. В общей сложности их всего 3, но наиболее распространенным является доходный поход, а именно метод дисконтирования денежного потока. Остальные не так часто используются в виду некоторых недостатков, к примеру, недоступность необходимой открытой информации.

Всегда необходимо помнить о рисках, связанных с объединением компаний, следовательно, целесообразно рассмотреть проблемы, возникающие на различных этапах консолидации. Анализ рассмотренной области показал, что зачастую международные фирмы сталкиваются с проблемами управления и оценки предстоящей сделки, однако ошибиться возможно на любой стадии проведения M&A.

Изучение данных областей продолжается и на данный момент, в связи с планомерным расширением рынка сделок M&A.

# Глава 2. Анализ трендов сделок M&A.

### Современная международная практика процессов слияний поглощений.

Сделки слияний и поглощений крайне волатильны к изменениям на тех или иных рынках, различным отраслевым шокам и изменениям в законодательстве. Каждое изменение сопровождалось волной слияний, которые были связаны с появлением какого-нибудь нового важного экономического фактора, например, с подъемом на фондовом рынке, падением процентных ставок или с техническим прогрессом. Размер и длина волны в значительной части зависят от масштабов влияния, а также от того, насколько эти потрясения затронули отрасли. Некоторые потрясения, такие как появление Интернета, оказали широкое влияние на все сферы и отрасли, в то время как другие были более конкретны, к примеру, дерегулирование коммунальных услуг или быстро растущие цены на сырьевые товары.[[33]](#footnote-33) В ответ на потрясения, компании в отрасли часто приобретают либо полностью, либо частично другие фирмы.

Второй аргумент основан на идее ошибочной оценки, обсуждавшейся ранее, он предполагает, что менеджеры используют переоцененные акции для покупки активов более дешевых компаний. Менеджеры, чьи акции на рынке считаются завышенными, переходят к приобретению компаний, цены на акции которых менее ценны.[[34]](#footnote-34) Всего в истории было зафиксировано шесть волн, последняя из которых была зафиксирована в 2003-2007 гг. На данный момент наблюдается как количественный, так и стоимостный рост, тем не менее, утверждать, что на рынке происходит новая волна сделок M&A затруднительно.

После значительного роста в 2015 году глобальные потоки ПИИ в 2016 году стали терять динамику и упали примерно на 2%. Инвестиции в развивающиеся страны сократились еще больше, на 14%, а их потоки в страны со слабой в структурном отношении экономикой по-прежнему отличались нестабильностью, оставаясь на низком уровне.

Сдвиг потоков инвестиций в сторону развитых странах связан с трансграничными сделками M&A, стоимостной объем которых вырос на 67% до 721 млрд. долл. – самого высокого уровня с 2007 года. Наибольший объем сделок наблюдался в США, где их стоимость выросла с 17 млрд. долл. в 2014 году до 299 млрд. долларов, в сравнении с Европой, где общий объем M&A вырос на 36%.[[35]](#footnote-35)

*Рисунок 2.1*

**Динамика мирового рынка слияний и поглощений в 2011-2017 гг.**

Составлено по: 2016 M&A Outlook Survey KPMG

Снижение общей стоимости сделки, наблюдаемой в 2017 году, отражает уменьшение количества мегасделок. (Рис. 2.1) Всего в 2017 году было объявлено только 35 сделок стоимостью 10 $ млрд. или более, что на 40% меньше по сравнению с 2016 годом. Хотя количество мегасделок уменьшилось, в 2017 году сохранилась важная характеристика рынка слияний и поглощений с 2014 года: это был рынок продавца.[[36]](#footnote-36) На рынке слияний и поглощений в 2017 году по-прежнему доминировали стратегические покупатели, которые в большей степени способны участвовать в крупных транзакциях, чем финансовые покупатели. Четырнадцать из 15 крупнейших сделок, объявленных в 2016 году, включали стратегических покупателей, в то время как активность финансового спонсора на стороне покупки составляла всего 11,9% от общего объема слияний и поглощений в 2017 году.[[37]](#footnote-37) В результате, активность в отношении участия в акционерном капитале впервые снизилась за семь лет, при этом общая стоимость сделок с частным капиталом упала ниже уровней, наблюдавшихся в 2016 и 2015 годах.

*Рисунок 2.2*

**Динамика Cross-border сделок мирового рынка M&A в 2011-2017 гг.**

Составлено по: данные imaa statistics

Деятельность в сфере слияний и поглощений в 2017 году отражает сбалансированное распределение по секторам бизнеса. Наибольшие отрасли с точки зрения деятельности по слияниям и поглощениям на 2017 год - это энергетика, на которую приходилось 16,6 процента стоимости сделок, за ней следуют технологическая отрасль, материалы, промышленность, недвижимость и финансы, каждая из которых составляла 13,3 процентов, 10,7 процентов, 10 процентов, 9,8 процентов и 9,6 процентов, соответственно. Десять из 15 крупнейших объявленных сделок 2017 года включали цель в одну из этих отраслей. Кроме того, трансграничные слияния и поглощения были заметной особенностью рынка слияний и поглощений. (Рис. 2.2) Объем трансграничных сделок снизился всего на 3 процента по сравнению с объемом трансграничной торговли в 2016 году и составил 38 процентов от общего объема слияний и поглощений, что является самым высоким показателем с 2008 года. Девять из 15 крупнейших транзакций, объявленных в 2017 были трансграничные операции.

Учитывая активность по регионам, деятельность в Северной и Южной Америке, обусловленная деятельностью в Соединенных Штатах, привела к глобальному рынку слияний и поглощений с 2,2 $ трлн. по активности с 17 146 объявленных сделок. Только на акции, предназначенные для США, приходилось 46 % объема глобальных сделок. Десять из 15 крупнейших транзакций, объявленных в 2017 году, были связаны с компаниями США. Несмотря на то, что стоимость акций, ориентированных на США, снизилась на 16,8 процента по сравнению с 2016 годом, рынок США в основном двигался за счет  
трансграничных сделок.[[38]](#footnote-38)

В  2015 году приток ПИИ в Северной Америке достиг 429 млрд. долл., превысив рекордно высокий уровень 2000 году, несколько снизившись в 2016.[[39]](#footnote-39)

*Рисунок 2.3*

**Динамика рынка слияний и поглощений США в 2011-2017 гг.**

Составлено по: данные imaa statistics

Крупнейшей отраслью с точки зрения стоимости транзакций было здравоохранение, доля которого составила 14,2% общей стоимостью 3 292 $ млрд. Вторым по стоимости стал сектор энергетики с 3,078 $ млрд. Финансовый сектор занял третье место с 2,807 $ млрд. Отраслью с наибольшим количеством транзакций стал сектор IT, он составил почти одну пятую всех сделок (19,9%), общая сумма которых составляет более 38 350 транзакций. Вторым наиболее активным приобретателем являются компании из финансового сектора с 22 049 сделок, которые составляют 11,4% транзакций. Потребительские продукты и услуги являются третьей наиболее распространенной отраслью по консолидации с 11,3% всех сделок. (Приложение 3)

*Рисунок 2.4*

**Динамика сегментов рынка слияний и поглощений США в 2011-2017 гг.**

Составлено по: данные imaa statistics

В целом, исходя из Рисунока 2.4, экспортные транзакции в США по сравнению с тем же периодом прошлого года возросли и составили 145,5 $ млрд. по 359 сделкам. В то же время, импортные сделки со стороны иностранных покупателей, ищущих активы в США, несколько сократились. Стоимость сделки за 2017 год по Q3 составляет 244,5 млрд долларов США. Входящие сделки в значительной степени возросли в стоимости за счет покупателей из Британии. Самая большая сделка в этом квартале заключалась в том, что British American Tobacco согласился приобрести 57,8% своего американского конкурента Reynolds American на сумму 60,7 $ млрд. Так же месяц спустя британский потребительский гигант Reckitt Benckiser, объявив о сделке на сумму 17,8 $ млрд. с производителем детских товаров Mead Johnson. Эти две сделки обеспечили составили значительную часть транзакций. Так же значительными были потоки из Японии, которые внесли более 10 $ млрд. в США на рынок слияний и поглощений в первом квартале. Почти половина из них пришли от компании Takeda Pharmaceutical, покупающей американскую биотехнологическую компанию Ariad стоимостью 4,9 $ млрд.[[40]](#footnote-40)

*Рисунок 2.5*

**Динамика волн слияний и поглощений в США в циклах**

Рассчитано по: данные imaa statistics

Анализируя исследования зависимости развития процессов M&A от макроэкономических показателей, можно выделить несколько основных факторов, которые влияют на развитие рынка слияний и поглощений, а именно динамика ВВП, анализ Чанга и Уэстона, процентная ставка, исследование Бекетти, а так же коэффициент Q – Тобина, а котором упоминалось ранее.[[41]](#footnote-41) Волны слияний и поглощений в США в разные периоды времени находились под воздействием всех этих факторов, в различной степени влияния. Продолжительность волн по сравнению с прочими рассматриваемыми странами и регионами максимальная и составляет 12 лет. (Рис. 2.5) Крупнейшей по объемам активности волной является 4, однако 7, то есть последняя, ей не на много уступает, что характеризуется крайне благоприятными условиями на рынке. (Прилож. 3)

Так же, одним из важнейших факторов, влияющим на волны слияний и поглощений является законодательство, что можно заметить на динамике волн в США. В целом, нормы регулирующие деятельность компаний в области сделок M&A можно разделить на законы о федеральных ценных бумагах, федеральное антимонопольное законодательство и специфические отраслевые нормы, например, Федеральная комиссия по связи должна дать разрешение на передачу лицензии на услуги связи.[[42]](#footnote-42)Основными регулирующими актами в данном блоке являются Закон о ценных бумагах 1933 и 1934 годов, который запрещает публичное предложение ценных бумаг без составления регистрационного бюллетеня, а так же определяет минимальные требования к раскрываемым сведениям; Закон Уильямса 1968 г., регулирующий тендерные предложения, а так же разделы 13,14 и 16, определяющие периодичность раскрытия информации, определение и права инвестора.

Федеральные антимонопольные законы существуют для того, чтобы не позволить отдельным корпорациям приобретать излишне много рыночной власти, которая позволит им ограничивать выпуск и повышать цены, не беспокоясь о какой-либо реакции конкурентов. Министерство Юстиции и Федеральная Торговая Комиссия несут основную ответственность за применение федеральных антимонопольных законов. В числе регулирующих актов следует выделить Закон Шермана 1890 г., который устанавливает наказания за действия по «необоснованному» ограничению конкуренции, Закон Клейтона 1914 г., определяющий гражданско-правовые санкции за незаконное ограничение торговли, Закон Селлера-Кефовера 1950 г., распространяющий Закон Клейтона не только на покупку акций, но и активов, а так же закон Харта-Скотта-Родино 1976 г., вводящий период ожидания до завершения сделки и определяющий требования к сведениям, предоставляемым в регулирующие органы.

В качестве специфических норм выделяют законодательство штатов против захвата компаний, антимонопольное законодательство штатов, природоохранное законодательство, трудовое и пенсионное законодательство, и закон о реформе и защите прав потребителей 2010 г., реформирующий исполнительную компенсацию, и вводящий новые требования к регистрации хеджирования / фонда прямых инвестиций.

Помимо динамики ВВП, размера процентной ставки и изменений в законодательстве, зависимость развития рынка M&A наблюдается в изменениях фондового рынка и его капитализации, и заключается в том, что одной из основных схем поглощения является приобретение акций компании-цели на бирже. Исходя из этого, многие исследователи утверждают, что корреляция между этими показателями будет существенна.

Наблюдается положительная корреляция капитализации фондового рынка и активности на рынке слияний и поглощений (Рисунок 2.7), с коэффициентом 0,59, а также капитализации фондов и стоимостных показателей активности M&A, с коэффициентом 0,71. Рынок M&A очень быстро реагирует на малейшие изменения, что может быть обусловлено популярностью стратегии выкупа акций компаний с биржи (buyout). (Рисунок 2.8) Ярко выраженная зависимость проявляется с 6 волны M&A, так как именно в это время началось активное развитие фондового рынка, и его капитализация превысила стоимость сделок СиП.

*Рисунок 2.7*

**Корреляция капитализации фондового рынка с стоимостным и количественным показателем в США**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

*Рисунок 2.8*

**Корреляция капитализации фондового рынка с количеством сделок в США**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

*Рисунок 2.9*

**Корреляция капитализации фондового рынка со стоимостью сделок в США**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

В свою очередь, второй по размеру рынок M&A – Европа, стала крупнейшим в мире регионом-инвестором благодаря масштабному развороту динамики международных сделок M&A. (Приложение 5) Одними из наиболее весомых приобретений европейских компаний в 2017г. стали сделки в секторе Domestic, а именно: покупка испанского дорожного оператора Abertis немецкой строительной компанией Hochtief, стоимость сделки оценивается в $41,7 млрд,[[43]](#footnote-43) слияние итальянского производителя солнечных очков Luxottica с французской Essilor, стоимостью $25,6 млрд,[[44]](#footnote-44) а также приобретение немецким концерном Siemens французской машиностроительной компании Alstom, стоимостью $8,7 млрд.[[45]](#footnote-45)

За последние 3 месяца наибольший рост активности сделок слияний и поглощений по сравнению с тем же трехмесячным периодом год назад наблюдался в секторе технологий (442 против 413 в прошлом году), потребительских товаров длительного пользования (183 против 166) и транспорта (140 против 133). Кроме того, 6 секторов опубликовали положительное движение в потоке сделок по сравнению с тем же периодом в три месяца за один год до этого, и показали рост на 62 сделки.[[46]](#footnote-46)

Тем не менее, стоит учитывать сектора, в которых наблюдалось наибольшее снижение объема сделок M&A по сравнению с тем же трехмесячным периодом год назад, в связи с тем, что опубликованные относительные потери в потоке сделок за последние три месяца привели к совокупной отрицательный динамике, сокращение оценивается в 466 сделок. Такой спад наблюдается в секторе коммерческих услуги (469 против 564 сделок), ритейл (118 против 196) и в промышленности (256 против 30).

*Рисунок. 2.10*

**Динамика рынка слияний и поглощений Европы в 2011-2017 гг.**

Составлено по: данные imaa statistics

В целом, в 3 квартале 2017 г. европейский рынок прямых инвестиций продемонстрировал снижение, как стоимости, так и активности сделок. Расходы частного акционерного капитала сократились на 38,4%, то есть более чем 41,4 млрд. евро в совокупной стоимости. В сравнении, во 2 квартале 2017 г. расходы составляли 76,7 млрд. Евро. Активность прямых инвестиций сократилась на 17,4%, 537 заключенных сделок в этом квартале против 650 сделок в прошлом.

Общий объем сделок в крупнейших экономиках Европы показывает понижательную тенденцию, упав на 10,1% в 3м квартале. На рынках Германии и Великобритании произошло снижение на 16,1% и 11,2% соответственно. Рынок слияний и поглощений Франции также снизился на 2,4%, из которых 647 сделок в 3 квартале составляют примерно равную величину по сравнению с показателем предыдущего квартала (663 сделки).[[47]](#footnote-47)

За последние несколько лет произошел существенный рост сектора Cross-border на рынке Европы. (Рис. 2.11) Общая стоимость сделок как inbound, так и outbound остается примерно на одном уровне. Экспортные потоки в 2016 г. в страны Северной Америки составили 819.7 $ млрд., в то время как как количество сделок превысило 7 400. Вторым крупнейшим направлением притекающих потоков ПИИ стали страны Азии, стоимость потоков составила 271.2 $ млрд. при количестве в 2.333 сделки. Третьим крупнейшем направлением стали страны Латинской Америки (226 сделок общей стоимостью в 17.9 $ млрд). Для импортных потоков так же ключевым направлением стала Северная Америка (4,110 сделок стоимостью 786.3 $ млрд.), на втором месте страны Азии (2,366 сделок стоимостью 144.3 $ млрд.), а так же страны Латинской Америки (1,395 сделок суммой 114.6 $ млрд.)

*Рисунок 2.11*

**Динамика сегментов рынка M&A Европы в 2011-2016 гг.**

Составлено по: данные imaa statistics

Выявить долю сектора Domestic в Евросоюзе крайне сложно, так как данные представляются отдельно по странам, и в основном упоминаются крупные сделки, как например покупка Bayer AG компании Monsanto Co, занимающейся переработкой в агрохимической отрасли. Тем не менее, внутренне законодательство Евросоюза, регулирующее проведение сделок довольно жесткое, в связи с чем Bayer AG обратилась к Европейскому союзу с просьбой одобрить комбинацию в размере $ 66 млрд. Главный представитель ЕС по слияниям заявил, что основным условиям является недопущение возникновения 3-4 глобальных игроков. Поэтому дальнейшее развитие сделки откладывается еще на 4 месяца.[[48]](#footnote-48)

В Европейском союзе предусмотрено два способа слияний, закрепленных в Директиве Европейского Парламента и Совета Европейского Союза 2011/35/ЕС от 5 апреля 2011 г.: слияние путем поглощения и слияние путем создания новой компании. Каждая из Директив о слияниях и поглощениях предусматривает наличие органов, осуществляющих контроль за такими сделками, описывает их основные функции, более детально закрепляемые в национальных законодательствах. Помимо контроля за законностью, осуществляемого органами государств-членов, важным в данной сфере является антимонопольное регулирование ЕС, так как конкуренция является важным элементом для функционирования рынка. Основные положения, регулирующие конкуренцию, содержатся в Договоре о ЕС.[[49]](#footnote-49)

Несмотря на отсутствие прямого упоминания слияний и поглощений в положениях Договора о ЕС, посвященных конкурентному регулированию, они применяются европейским судом к таким сделкам. Кроме того, Регламент Совета ЕС указывает на то, что сделки M&A могут производиться в рамках концентрации, а концентрация может происходить до тех пор, пока не перераспределятся конкурентоспособность и ухудшаются условия роста уровня жизни. Регламент концентрации указывает, что признаки проявляются при изменении контроля в результате слияния ранее независимых компаний, при приобретении контроля над компаний, уже контролирующей одну или более компаний. Следовательно, главным критерием является перераспределение контроля любыми способами.

До проведения слияний и поглощений участники сделки должны уведомить Европейскую Комиссию. Комиссия вправе проводить расследования и запрашивать необходимую информацию у заинтересованных лиц самостоятельно и с помощью национальных органов, налагать штрафы, проводить обыски. При необходимости проведения проверки на территории государства-члена, это может быть поручено национальному органу.[[50]](#footnote-50)

В целом, пристальное наблюдение за европейским рынком слияний и поглощений началось в 80х, на которые пришлась 4 волна активности. (Рис. 2.12) Как и на рынке США, основными детерминантами выступают ВВП, капитализация фондовых рынков, а так же законодательство, которое начало формироваться в начале 90х.

*Рисунок 2.12*

**Динамика волн слияний и поглощений в Европе в циклах**

Рассчитано по: данные imaa statistics

Следует отметить, что средняя длина волны короче, чем на рынке США, и составляет порядка 8 лет, против 12. Активность на рынке в меньшей степени зависит от законодательства, и реагирует на изменения с нескольким запозданием, что и обуславливает меньшую продолжительность волн. (Рисунок 2.13)

Наблюдается корреляция капитализации фондового рынка и активности на рынке слияний и поглощений (Рисунок 2.14), с коэффициентом 0,74, а также капитализации фондов и стоимостных показателей активности M&A, с коэффициентом 0,725. Как видно из Рисунок 2.15, рынок M&A начал реагировать на изменения, с небольшим лагом начиная с 6 волны, что не удивительно, так как именно в 2007-2008 году капитализация фондового рынка была крайне высока и превысила 18 триллионов долларов.[[51]](#footnote-51) Рынок Европы реагирует на изменения несколько иначе, чем рынок США, в частности это характеризуется тем что, активность на рынке слияний и поглощения в США практически моментально реагирует на колебания фондового рынка.

*Рисунок 2.13*

**Корреляция капитализации фондового рынка с стоимостным и количественным показателем в Европе**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

*Рисунок 2.14*

**Корреляция капитализации фондового рынка с количеством сделок в Европе**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

*Рисунок 2.15*

**Корреляция капитализации фондового рынка со стоимостью сделок в Европе**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

В целом, мировой рынок слияний и поглощений наблюдает легкий нисходящий тренд по количественному и стоимостному показателям, как в общем массиве, так и в секторе Cross-border. Основными регионами, проявляющими наибольшую активность являются рынок Северной Америки, в основном за счет транзакций с Соединенными Штатами, и рынок Европы, где ключевыми игроками являются Великобритания, Франция и Германия. На обоих рынках присутствует глобальный тренд увеличения количества входящих потоков ПИИ и уменьшения исходящих. На все рынки оказывали воздействие несколько групп макроэкономических показателей, в особой степени в последние годы заметно влияние капитализации фондовых рынков. Европейский рынок менее активно адаптируется под флуктуации фондовых рынков по сравнению с рынком США, что в свою очередь отражается на длине волн M&A.

### 2.2 Особенности российских слияний и поглощений.

Российский рынок M&A обладает рядом особенностей, отличающих его от зарубежной практики. Его, по сути, можно назвать уникальным, поскольку за краткий временной промежуток он развился из первых единичных, иногда нелегальных, сделок в массивный объем трансграничных слияний и поглощений, где покупателями фигурируют российские компании. Сделки M&A, проходящие в РФ, в целом выделяются рядом существенных отличий от нормальной международной практики проведения данного типа сделок в развитой рыночной экономике.

Прежде всего, следует отметить политизированность многих сделок, которые выражали интересы местного административного управления, вследствие чего они могли идти в разрез с интересами акционеров. Так же российские предприниматели до сих пор предпочитают покупать контрольный пакет акций (50-75%), который позволит им принимать большинство управленческих решений, либо полностью поглощать актив.[[52]](#footnote-52) Для российского рынка слияний и поглощений по-прежнему характерны сделки по недружественному поглощению, которые планомерно переместились из бизнес-центров регионы.

Стоит выделить тот факт, что российский рынок M&A – рынок супермажоритарных пакетов. В большинстве средних компаний есть, как правило, только один выгодоприобретатель, который принимает стратегические решения, в том числе о продаже бизнеса единолично, при этом практически отсутствует акционерная демократия. Покупки непрофильных активов за рубежом означают лишь вывод капитала из российской юрисдикции.[[53]](#footnote-53)

Слабый рубль, сокращение потребительского спроса и низкие мировые цены на нефть представляли собой основные факторы, препятствующие развитию российского рынка слияний и поглощений. Тем не менее, согласно статистическим данным агентства AK&M, период спада на рынке M&A закончился и рынок, наконец, перешел к росту. (Таб. 2.1).

*Таблица 2.1*

**Динамика российского рынка слияний и поглощений в 2013-2017 гг.**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Динамика сделок** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **(Январь-ноябрь) 2017** | **2017(Прогноз)** |
| по сумме, $ млрд. | 64,21 (без учета ТНК-ВР) | 46,39 | 47,01 | 41,02 | 37,6 | 42,00 |
| по числу | 538 | 492 | 448 | 452 | 472 | 490 |
| Сделки российских инвесторов за рубежом (по сумме, $ млрд.) | 5,95 | 11,39 | 10,36 | 10,44 | 10,9 | - |
| Сделки российских инвесторов за рубежом (по числу) | 56 | 42 | 35 | 38 | 40 | - |
| Сделки иностранных инвесторов с российскими активами (по сумме, $ млрд.) | 5,35 | 12,04 | 12,2 | 10,69 | 9,93 | - |
| Сделки иностранных инвесторов с российскими активами (по числу) | 57 | 61 | 53 | 57 | 60 | - |

Составлено по: Статистика M&A за 2014 год // http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2014/11.htm

Как показывает анализ показателей динамики российского рынка M&A, 2017 г. показывает впечатляющую динамику M&A активности. В рублевом выражении рынок в январе-марте 2017 года вырос в 1,5 раза, до 509,56 млрд. руб. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Ожидается, что прирост рынка M&A в дальнейшем может составить 40-45% по суммарной стоимости сделок и 15-20% по числу транзакций по сравнению с первым полугодием этого года. В 2014 году наблюдался резкий спад сделок по слияниям и поглощениям по сравнению с 2013 годом, который в дальнейшем отразился на результатах 2015 года: уменьшение примерно на 1/3 с 64,21 миллиардов долларов до 46,39 миллиардов долларов. Причем, существенной чертой 2015 года является то, что в период с января по октябрь прошлого года сумма сделок M&A едва превысила отметку в 22 миллиардов долларов. Если для сравнения рассмотреть тот же временной период, но уже в 2013 году, то сумма сделок тогда была в 2 раза больше. Стремительный спад на российском рынке M&A, который длился вплоть до 2016 года, объясняется внешнеполитической нестабильностью, ослаблением рубля и общей стагнацией экономического роста.[[54]](#footnote-54) Однако рынок наконец преодолел кризисный момент, и в 2017 году объем рынка вырос как по стоимостному, так и по количественному показателям. В число перспективных отраслей, опережающих по темпам роста остальные, вошли сельское хозяйство, ритейл, IT и фармацевтика.

Касательно сделок иностранных инвесторов с российскими активами, ввиду резкого прироста в III квартале, который стал одним из лучших за последние годы, их общая сумма составила за десять месяцев 2017 года $12,04 млрд. — в 2,2 раза больше, чем результат всего предыдущего года ($5,35 млрд.), и больше, чем за любой год за последние пять лет.[[55]](#footnote-55)

*Рисунок 2.16*

**Динамика сегментов слияний и поглощений в РФ в 2013-2016 гг (млн. €)**

Составлено по: данные Zephyr

На дынный момент, основной массив сделок составляют транзакции внутри страны, активность Cross-border сектора крайне низка. Тем не менее, можно выделить несколько крупных сделок в данном секторе за 1 полугодие 2017 г. Консорциум во главе с «Qatar Investment Authority» приобрел 19,5% «НК «Роснефть» на сумму $11 270 млн, в результате ее заключения Россия получит необходимые ей валютные средства в обмен на пакет акций одной из самых ценных своих компаний. При этом Россия сохранила за собой контрольный пакет Роснефти, часть акций которой принадлежит британской нефтяной корпорации BP.[[56]](#footnote-56) Австрийская вертикально-интегрированная нефтяная компания OMV AG приобрела 24.99% акций АО «Севернефтегазпром» на сумму $1,850 млн. Для OMV Россия теперь будет приоритетным регионом добычи, а сама компания имеет шанс стать одним из крупнейших инвесторов в российскую газовую отрасль.[[57]](#footnote-57) А так же слияние Uber и Яндекс.Такси на рынке России, стоимостью $3,725 млрд. Ожидается, что объединенный бизнес будет использовать технологии Яндекса и глобальный опыт Uber как мирового лидера среди онлайн-сервисов для заказа перевозок. После слияния, компания будет занимать более ¼ рынка перевозок, тем не менее, антимонопольная служба пропустила данную сделку, что свидетельствует о благоприятных законодательных условиях для проведения сделок. [[58]](#footnote-58)

Рисунок 2.17

**Динамика волн слияний и поглощений в России в циклах**

Рассчитано по: данные imaa statistics

Российский рынок слияний и поглощений начал развиваться только в начале 90х, поэтому он застал только начало 5 волны. (Рисунок 2.17) Основными детерминантами являлись ВВП и процентная ставка, законодательство не особо влияет на динамику, как например в США. Вплоть до 6 волны активность на рынке была кране низкой, в связи с объективными причинами, самый пик активности пришелся как раз на 2010 год, после чего рынок с трудом пытается оправиться от событий 2014 года. Средняя длина волны крайне коротка, всего 6 лет, однако, ситуация меняется с течением времени, увеличивается как длительность, так и объем сделок.

Хотя в России большинство компаний не представлены на биржевом рынке, корреляция между капитализацией фондового рынка и активностью на рынке M&A составила 0,755 и 0,725 соответственно, что обусловлено активным ростом фондового рынка (Рисунок 2.19); так как российские активы в основном недооценены, это делает их привлекательными со стороны покупателя. Тем не менее, капитализация рынка все еще с трудом превышает общую стоимость проведенных сделок на год, следовательно, зависимость хоть и выявлена, не может использоваться в прогнозных показателях. (Рисунок 2.20)

*Рисунок 2.18*

**Корреляция капитализации фондового рынка с стоимостным и количественным показателем в России**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

*Рисунок 2.19*

**Корреляция капитализации фондового рынка с количеством сделок в России**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

*Рисунок 2.20*

**Корреляция капитализации фондового рынка со стоимостью сделок в России**

Рассчитано по: данные imaa statistics, World Bank Data

В целом ожидается однозначный рост активности российского рынка слияний и поглощений в 2017-2018 гг.: рынок наконец выходит из стагнации, рост активности прогнозируется во всех сегментах рынка, в разном объеме. (Табл. 2.2)

*Таблица 2.2*

**Тенденции развития различных сегментов российского рынка слияний и поглощений в краткосрочной перспективе**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Сегмент рынка | Тенденции | Отрасли промышленности, характерные для данного сегмента |
| Мегасделки | Оживление активности | ТЭК, металлургия, электроэнергетика |
| Крупные сделки | Растущий тренд | Химическая промышленность, машиностроение, строительство, связь, финансы и страхование |
| Средние сделки | Небольшое оживление за счет инвестиций в недофинансированные сегменты | IT, текстиль, реклама, транспорт, сельское хозяйство, пищевая промышленность лесопромышленный комплекс |
| Небольшие сделки | Увеличение количества за счет сравнительной дешевизны активов в отрасли | Розничная торговля, общественное питание |

Составлено автором

Из-за особенностей развития фондового рынка в России наблюдаются нехарактерные для западного рынка M&A пропорции денежного и бумажного финансирования. Если обратиться к статистике, то можно отметить, что более 90% всех сделок на рынке M&A финансируются за счет денежных средств.[[59]](#footnote-59) Данный факт можно считать одной из национальных особенностей российского рынка корпоративного контроля, что, в свою очередь, обуславливается следующими основными причинами:

1. Общий уровень развития фондового рынка можно характеризовать как низкий по сравнению с западными. На российском рынке далеко не все акции представляют собой устойчивый, в долгосрочной перспективе, ликвидный платежный инструмент.
2. Немаловажную роль играет менталитет собственников, все еще ориентированный на краткосрочное планирование.
3. Проявляет себя структура рынка M&A, для которой характерны именно поглощения. Равноправных слияний на российском рынке относительно мало, для крупных слияний характерна оплата акциями, другими ценными бумагами.

Суммируя все вышесказанное, следует отметить, что общее развитие рынка слияний и поглощений происходит волнообразно. На данный момент насчитывается порядка 7ми волн, тем не менее не все рынки засвидетельствовали их развитие с самого начала, в связи с тем, что в разных регионах зарождение и развитие происходило в разные периоды. Самым полным рынком из всех исследуемых является рынок Соединенных Штатов (зафиксированы все 7 волн), в то время как рынок России представляется наименее развитым, начав свое развитие в 90х (зафиксированы 3 волны, включая последнюю).

Так же необходимо указать, что на функционирование рынка слияний и поглощений, в течение всего времени его развития и становления оказывает влияние государственное регулирование в связи с четырьмя основными макроэкономическими показателями, что, по сути, является одной из его ключевых особенностей. В последние 2 волны (2003-2009 гг. – 2012 – сейчас) была зафиксирована наибольшая корреляция с капитализацией фондовых рынков, причем, что любопытно, корреляция присутствует даже на российском рынке, несмотря на тот факт, что публичными являются не так много российских компаний, следовательно, данная зависимость отражает крупные и особо крупные транзакции.

Крупный российский бизнес в принципе характеризуется высокой долей участия государства в различного рода проектах. Так же можно отметить вертикальных характер интеграций и денежный характер финансирования сделок по слиянию и поглощению в качестве ярковыраженных черт, присущих в своей основе российскому рынку M&A.

В настоящий момент, хоть на мировом рынке был зафиксирован кратковременный спад активности, некоторые рынки показывают рост (США и Россия, среди исследуемых). Учитывая количество, стоимость и объемы совершаемых операций можно, как считают эксперты, утверждать, что будет наблюдаться увеличение активности на рынке M&A, при этом возобновление крупномасштабных сделок по покупке иностранными корпорациями российских активов перейдет в активную фазу.

На данный момент наблюдается повышение активности в секторе продуктового ритейла, так, в 2016 году в данном секторе было совершено сделок более чем на 30 млрд. рублей. Рассмотрим крупнейшую из них - поглощение активов финского ритейлера компанией Lenta Ltd.

# Глава 3. Оценка эффективности сделок M&A на основе анализа финансового состояния Lenta Ltd.

## 3.1 Организационный анализ деятельности предприятия.

Компания ООО «Лента» является одним из крупнейших ритейлеров, она занимает первое место среди гипермаркетов и четвертое место среди розничных сетей на российском рынке. Материнская компания Lenta Ltd зарегистрирована на Британских Виргинских островах: около 33,97% ее акций находится во владении группы TPG Capital, 7,37% акций приобретено Европейским Банком Реконструкции и Развития, 1,16% принадлежат директорам и менеджменту, и оставшиеся 57,51% акций находится в свободном общении. На данный момент «Лента» занимает 5 место среди российских продуктовых ритейлеров по объем продаж, уступив X5 Retail Group, Магнит, Ашан и Дикси, однако лидирует среди прочих по уровню прироста, составившего 21,7% за 2015 год.[[60]](#footnote-60)

Основополагающими целями стратегического развития компании в долгосрочном периоде являются:[[61]](#footnote-61)

* Ориентация на прибыльный рост, упор на равновесие между капитальными затратами и возвратом инвестиций (ставка IRR на уровне двадцати процентов);
* Задача выйти на 3 место среди российских ритейлеров для оптимизации издержек (экономия на масштабе);
* Увеличение торговых площадей в два раза в пятилетней перспективе.

Стратегия устойчивого органического роста и «быстрого сетевого развития» реализуется на протяжении нескольких лет, особенно интенсивно в последние два года компания делала упор на развитие сети Урале, а так же реализовала новый для себя формат - супермаркеты. Только за последний 2017 год было открыто 40 новых гипермаркетов и 52 супермаркета на территории РФ (табл. 3.1) Лента ориентирована на развитие гипермаркетов, так как они дают больший средний чек и, соответственно, выручку, (рис. 3.1) тем не менее с появлением супермаркетов компания рассчитывает увеличить присутствие на рынке, что соответствует ее долгосрочной стратегии развития. Рынком, приносящим наибольший доход, является СПб и область, следовательно, компания стремится как закрепить свое присутствие и удержать позиции.

*Таблица 3.1*

**Количество бизнес-единиц (БЕ) «Ленты» в 2017 году.**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Бизнес-единицы* | *Янв-17* | *Фев-17* | *Мар-17* | *Апр-17* | *Май-17* | *Июн-17* | *Июль-17* | *Авг-17* | *Сент-17* | *Окт17* | *Ноя-17* | *Дек-17* |
| Всего БЕ | 241 | 247 | 253 | 253 | 252 | 257 | 259 | 261 | 268 | 276 | 296 | 333 |
| Гипермаркеты | 191 | 196 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 197 | 202 | 203 | 217 | 231 |
| Супермаркеты | 50 | 51 | 58 | 58 | 57 | 62 | 64 | 64 | 66 | 73 | 79 | 102 |

Составлено по: внутренняя учетная документация

*Рисунок 3.1*

**Выручка «Ленты» по торговым комплексам в период с 2016-2017 гг., тыс. руб.**

Составлено по: внутренняя учетная документация

Реализуя свои долгосрочные цели, в декабре 2016 года компания поглотила 11 магазинов финского ритейлера «Кеско» (табл.3.2): 10 гипермаркетов и 1 супермаркет, общей стоимостью 11,4 млрд. рублей. Магазины продолжили свою работу спустя всего неделю под товарным знаком «Лента», так как серьезных трат на ре-итеграцию компания не понесла, все работы вышли приблизительно в 200 млн рублей. Согласно аналитике агентства JPMorgan, для компании дешевле было бы открыть 11 магазинов самостоятельно, однако расширить свое присутствие на конкурентном рынке СПб было бы крайне проблематично, поэтому развитие не органическим, а агрессивным ростом представляется наиболее оптимальным. Основными работами, которые были произведены в рамках перехода, были смена IT-систем, найм нового персонала, а так же обновлением внутреннего оформления. Опираясь на заявленную группой стратегию «быстрого сетевого развития», компания значительно укрепила свою позицию на рынке, приобретя все гипермаркеты товарного знака «К-Руока», исходя из чего, можно сделать вывод о том, что ключевым мотивом для совершения данной сделки было увеличение «рыночного могущества».

Как видно на Рис. 3.2 продажи за 12 месяцев 2017 года не имеют значительной разницы с продажами за 12 месяцев 2016 года. Рост продаж вызван увеличением выручки по магазинам, работающим на дату анализа менее 12 месяцев на 21%, ростом выручки от продаж супермаркетов, работающих более 1 года на 1,7 млрд. рублей, что связано с активным развитием формата супермаркетов. Группа на 31 декабря 2017 года открыла 102 супермаркета в сравнении с открытыми за 12 месяцев 2016 года 50 супермаркетами (табл. ). В целом, после слияния выручка БЕ в Санкт-Петербурге выросла на 11,7%.

*Таблица 3.2*

**Количество бизнес-единиц (БЕ) «Ленты» в 2016 году.**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| *Бизнес-еденицы* | *Янв-16* | *Фев-16* | *Мар-16* | *Апр-16* | *Май-16* | *Июнь-16* | *Июль-16* | *Авг-16* | *Сент-16* | *Окт-16* | *Ноя-16* | *Дек-16* |
| Всего БЕ | 172 | 175 | 180 | 183 | 185 | 189 | 189 | 193 | 197 | 203 | 214 | 242 |
| Гипермаркеты | 140 | 142 | 142 | 143 | 144 | 147 | 147 | 150 | 155 | 161 | 171 | 192 |
| Супермаркеты | 32 | 33 | 38 | 40 | 41 | 42 | 42 | 43 | 42 | 42 | 43 | 50 |

Составлено по: внутренняя учетная документация

Хоть продажи и выросли за счет увеличения количества магазинов, наблюдается ожидаемое уменьшение выручки на магазин, так как «Лента» проводит активную экспансию на рынки новых регионов (табл. 3.2). Для гипермаркета в среднем требуется от 3 лет, чтобы выйти на стабильный уровень продаж с ростом 5% в год, поэтому в условиях постоянного роста количества магазинов общий показатель выручки на магазин будет падать. Согласно статистике роста продаж, в первый год функционирования на рынке магазин растет в среднем на 50%, во второй год на 20-25%, в третий растет на 10%, и в дальнейшем на 5%. Тем не менее, некоторые магазины, которые «Лента» приобрела, функционируют с 2013 года, следовательно, стремительного прироста продаж в дальнейшем не ожидается.

*Таблица 3.3*

**Анализ продаж всех гипермаркетов «Лента», тыс. руб**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| *Выручка от продаж, итого* | *2017* | *2016* | *Изменение, %* |
| Выручка от продаж гипермаркетов | 346576472 | 292623243 | 0,184378 |
| Среднее кол-во ГМ | 201 | 153 | 0,313725 |
| Выручка на 1 гипермаркет | 1724261 | 1912570 | -0,09846 |

Составлено по: внутренняя учетная документация

Рассматривая в целом динамику прибыли до и после слияния, можно отметить, что линия тренда сохраняется, наблюдается рост продаж в связи с увеличением количества магазинов. Увеличение продаж в феврале по сравнению с январем связано с тем, что в январе потребители не особо активно покупают продукты после новогодних праздников. Увеличение в марте по сравнению с февралем объясняется тем, что февраль – короткий месяц, кроме того повышенный спрос в марте из-за "Женского дня". В декабре продажи снова резко увеличиваются, тем не менее, рост в последний месяц не так заметен из-за общей вместительности рынка в условиях повышенного спроса. В общей сложности, эффект от увеличения количества магазинов очевиден, по сравнению с 12 месяцами 2016 года, прибыль увеличилась на 10%.

*Рисунок 3.2*

**Динамика чистой маржи БЕ в СПб за 2016 и 2017 гг., тыс. руб.**

Составлено по: внутренняя учетная документация

Тем не менее, стоит учитывать тот факт, что общий эффект синергии для всей компании будет нивелироваться за счет того, что помимо приобретенных гипермаркетов «Лента» открыла 41 собственных гипермаркетов (табл. 3.2). Необходимо учитывать тот факт, что приобретенные БЕ еще будут расти в будущем, следовательно, и синергия в перспективе увеличится, однако уже по результатам первого года можно судить о полученных преимуществах, доля Санкт-Петербургского отделения в общей выручке выросла на 3,1% до 27%. Для комплексной оценки синергетического эффекта необходимо произвести расчёты в соответствии с различными подходами.

## 3.2 Расчёт синергетического эффекта.

Для оценки стоимости компании был выбран доходный подход, так как он чаще всего используется профессионалами для оценки компаний. Кроме того, «Лента» вкладывала средства в покупку компании для получения чистых денежных потоков в будущем, что обуславливает выбранный подход. Чтобы определить синергетический эффект необходимо сравнить стоимость компании до и после покупки активов «Кеско», используя модель Гордона:

V =

Т.е., FCFF - свободные денежные потоки компании;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

g – темп роста компании.

Для оценки стоимости компании до поглощения необходимо рассчитать денежные потоки за 2014-2015 гг. (таб. 3.4). В качестве FCFF было взято среднее значение потоков за два предшествующих года, так как увеличение темпов экспансии, и как следствие увеличение доли капитальных затрат произошло в данном временном промежутке. В результате среднее поток был отрицательным и составил примерно - 10 млрд. рублей.

*Таблица 3.4*

**Расчет свободных денежных потоков компании, тыс. руб.**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | 2014 | 2015 |
| Выручка | 193 988 240 | 252 763 075 |
| Себестоимость | (150251966) | (196 457 910) |
| **Валовая прибыль** | 43 736 274 | 56 305 165 |
| Коммерческие расходы | (3 973 529) | (4 135 644) |
| ОХР и Административные расходы | (24 012 078) | (31 909 127) |
| Прочее | (4 823 019) | (7 388 291) |
| **EBIT** | 10 927 648 | 12 872 103 |
| Налог на прибыль | (1852541) | (2 584 010) |
| **EBIT(1-T)** | 9 075 107 | 10 288 093 |
| Амортизация | 3 591 700 | 5 618 655 |
| Изменение СОК | 1 353 298 | 14 335 266 |
| Капвложения | (35 110 734) | (30 434 839) |
| **FCFF** | **(21 090 629)** | **(192 825)** |
| **FCFF** сред. | **(10641727)** | |

Рассчитано по: годовые отчеты «Лента»

Как видно из расчетов, представленных в таблице, потоки неравномерны из-за изменений в собственном оборотном капитале компании, не обеспеченном заемными средствами. Резкое увеличение в 2015 году было обусловлено размером денежных средств и их эквивалентов, находящихся на балансе у компании (таб. 3.5). Объяснить это можно тем, что в 2015 году группа увеличила количество краткосрочных депозитов в рублях с 8 млрд. до 16, в связи с общей экономической нестабильностью.

*Таблица 3.5*

**Расчет изменений собственного оборотного капитала компании, тыс. руб.**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Показатель | 2013 | 2014 | 2015 |
| Денежные средства и эквиваленты | 6 211 965 | 12 035 785 | 22 455 945 |
| Оборотные активы | 30 972 255 | 50339386 | 63352126 |
| Краткосрочные обязательства | 41 460 511 | 62180940 | 60858414 |
| СОК | -10 488 256 | -11841554 | 2493712 |
| Доля СОК в Выручке | - | -0,061042638 | 0,00986581 |
| **Прирост СОК** | - | **1353298** | **14335266** |

Рассчитано по: годовые отчеты «Лента»

Для дальнейшего расчета средневзвешенной стоимости капитала была использована следующая формула:

Где – отношение долговых обязательств к общему размеру долгосрочных заемных средств;

– ставка дохода на собственный капитал;

Т – налог на прибыль;

D – величина долгосрочных обязательств;

V – стоимость заемных и собственных средств;

Е – рыночная стоимость собственных средств.

Для подсчета отношения долговых обязательств к заемным средствам были взяты долгосрочные кредиты и займы. Рыночная стоимость компании была определена как количество выпущенных группой акций умноженное на их рыночную стоимость. В итоге, значение WACC составило 17,85%. (таб. 3.6)

*Таблица 3.6*

**Расчет средневзвешенной стоимости капитала, %**

|  |  |
| --- | --- |
| Показатель | Значение |
| R(D) | 0,12 |
| R(equity) | 0,2172 |
| Рыночная стоимость СК (тыс. руб.) | 148441416,38 |
| D/E | 0,45 |
| D/V | 0,31 |
| E/V | 0,69 |
| **WACC** | **17,85** |

Рассчитано по: годовые отчеты «Лента»

Для расчета ставки дохода на собственный капитал была использована следующая формула:

Где, – безрисковая ставка дохода;

– коэфф. бета – отражает систематический риск, который связан с общими макроэкономическими и политическими процессами в стране;

– годовая доходность по акциям;

– премия за риск крупных компаний;

– премия за риск, характерная для отдельной компании;

– страновой риск.

Коэффициент бета в сфере ритейла, согласно Дамодарану, составляет 1,43.[[62]](#footnote-62) Для расчета безрисковой ставки дохода использовались значения о погашении обязательств за 2017 год (средняя).[[63]](#footnote-63) Для расчета премии за риск, которая характера для компании «Лента», была составлена матрица рисков, где было выявлено, что факторы риска, такие как зависимость от ключевых сотрудников, качества корпоративного управления, ключевых потребителей и ключевых поставщиков имеют среднюю степень влияния на функционирование компании, следовательно, было присвоено значение в размере 2%. Страновой риск, согласно Дамодарану, составляет 2,88%.[[64]](#footnote-64) Далее была произведена корректировка значения ставки, с учетом доходности ценных бумаг в рублях и долларах.[[65]](#footnote-65) По результатам корректировки : (1+14,41)\*(1+8,81)/(1+2,27)-1=21,72%. (таб. 3.7)

*Таблица 3.7*

**Расчет ставки дохода, %**

|  |  |
| --- | --- |
| **Показатель** | **Значение** |
| β levered | 1,43 |
| Rf | 2,21 |
| Risk premium | 4,54 |
| S1 | 0,81 |
| S2 | 2,00 |
| Country risk | 2,88 |
| R (USD) | 14,41 |
| r (RUR) | 8,81 |
| r (USD) | 2,27 |
| **R (RUR)** | **21,72** |

Рассчитано по: Damodaran Data // http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Следовательно, стоимость компании «Лента» до приобретения активов «Кеско» составляла:

Следует отметить, что значение свободного денежного потока в 2016 году было даже выше, чем, к примеру, в 2014. (таб 3.8) Это объясняется тем, что капитальные затраты, направленные на развитие компании ранее, увеличили показатели операционной деятельности. Учитывая то, что денежные потоки нестабильны, необходимо рассчитать стоимость компании смешанным методом (Discounted Cash Flow + капитализация). Для этого были рассчитаны прогнозные значения будущих денежных потоков компании. Компания установила цели стратегического развития и активно развивает сеть, поэтому учитывая, что в среднем гипермаркетам требуется три года для достижения стабильного уровня продаж, то установим что 2016-2019 гг. составят прогнозный период.

Согласно прогнозу, группа в ближайшем будущем сможет выйти на положительные денежные потоки. Таблица с данными, на которых строился прогноз, представлена ниже.

*Таблица 3.8*

**Расчет FCFF на 2016 и прогноз будущих денежных потоков компании, тыс. руб.**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатель | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Выручка | 306352092 | 325958626 | 349753606 | 379132908 |
| Себестоимость | -238584029 | -250223482 | -266788797 | -292132336 |
| **Валовая прибыль** | 67768063 | 75735143 | 82964809 | 87000572,9 |
| Коммерческие расходы | -5939614 | -6109908 | -6555931 | -7106630 |
| ОХР и Административные расходы | -40502896 | -44136176 | -48986074 | -51001266 |
| Прочее | -6772305 | -5173525 | -4999877 | -3351800,4 |
| **EBIT** | 14553248 | 20315535 | 22422927 | 25540877 |
| Налог на прибыль | -3351220 | -4684414 | -5170342 | -5889288 |
| **EBIT(1-T)** | 11202028 | 15631121 | 17252585 | 19651589 |
| Амортизация | 7628095 | 9756627 | 12948859 | 17687166 |
| Изменение СОК | 31380009 | 6069193 | 3554318 | 167882 |
| Капвложения | -54257235 | -31369626 | -32028388 | -32867532 |
| **FCFF** | **-4047103** | **87315** | **1727374** | **4639105** |
| WACC | - | 0,1785 | 0,1785 | 0,1785 |
| Ставка дисконтирования | - | 0,92 | 0,78 | 0,66 |
| Фактор дисконтирования | - | 0,92 | 0,78 | 0,66 |
| **Дисконтированные денежные потоки** | - | **80433** | **1350250** | **3077142** |

Рассчитано по: годовые отчеты «Лента»

Согласно прогнозу социально экономического развития, динамика торгового оборота в продуктовом ритейле составит порядка 6-8% в последующие года, при этом, ожидается, что инфляция будет замедляться. Предполагается, что заработная плата будет увеличиваться с том же темпе, что и динамика инфляции. Для расчета показателей, относящихся к отчетности компании, была найдена средняя темпов роста за прошедшие 3 года.

*Таблица 3.9*

**Данные для прогнозирования**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатели | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Динамика оборота розничной торговли и общественного питания | 0,00 | 0,064 | 0,073 | 0,084 |
| Инфляция | 0,05 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Реальная заработная плата | 0,00 | 0,03 | 0,03 | 0,03 |
| Доля налогов на ОТ к ОТ | 0,07 | 0,07 | 0,07 | 0,07 |
| Уборка | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Инвестиции о основной капитал | -0,02 | 0,02 | 0,03 | 0,03 |
| Основные средства | 147812289 | 196590344 | 269328772 | 379753568 |
| Средневзвешенная ставка Амортизации | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,05 |
| Доля ремонта в ОС | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Прирост ПД и ПР | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 |
| Эффективная налоговая ставка | -0,23 | -0,23 | -0,23 | -0,23 |
| Прогнозный курс доллара | 67,50 | 57,46 | 62,80 | 59,38 |
| Темпы роста курса | 0,93 | 0,85 | 1,09 | 0,95 |
| Доля ОХР в Выручке | -0,13 | -0,15 | -0,15 | -0,15 |
| Доля спрогнозированных ОХР | 0,09 | 0,10 | 0,10 | 0,12 |
| Доля остальных ОХР | -0,04 | -0,06 | -0,04 | -0,03 |
| Рост НМА | 1,25 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| Амортизация ОС | 7337197,00 | 9391612,16 | 12490844,17 | 17112456,52 |
| Амортизация НМА | 290898,00 | 365014,37 | 458014,45 | 574709,54 |
| Доля СОК в Выручке | -0,09 | -0,07 | -0,08 | -0,07 |

Рассчитано по: годовые отчеты «Лента»

Итого, FCFF начиная с 2017 года были продисконтированы по рассчитанной ранее ставке WACC. Используем модель Гордона для расчета стоимости компании после сделки:

*Таблица 3.10*

**Расчет синергетического эффекта**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| А | В | А+В | АВ | SE = АВ - (А+В) |
|  | 11 100 481 | -75 855 265 | 25 143 962 | 100 999 224 |

На основе проведенных расчетов можно утверждать, что, даже учитывая факт того, что компания переплатила за покупку 11 гипермаркетов, в перспективе синергия сможет покрыть затраты и позволит компании прочнее утвердиться на рынке. Тем не менее, данный показатель так же зависит от органического роста компании, который в последние года сильно ускорился: компания открывает до 50 новых гипермаркетов год. К сожалению, рассчитать показатель синергии для новых подразделений, обособленно от всей компании целом невозможно, но можно утверждать, что не менее 20% роста были обеспечены за счет приобретения «К-Руоки».

Исходя из всего вышесказанного, можно сделать вывод о довольно высоких темпах роста и развития компании, основываясь на проведенном анализе ключевых показателей. Не смотря на то, что на данный момент наблюдается ожидаемое уменьшение выручки на магазин, так как «Лента» проводит активную экспансию на рынки новых регионов, операционные показатели продолжают расти. Даже учитывая желание компании следовать стратегическим целям «быстрого сетевого развития» и не снижать долю капитальных вложений, рассчитанный прогноз показал положительные свободные денежные потоки. Поэтому можно сделать вывод, что данная сделка внесла вклад в развитие компании, что также подтверждается положительным значением синергетического эффекта.

# Заключение.

Сделки слияния и поглощения представляют собой основной способ расширения и интеграции международных фирм, в условиях изменения внешней среды функционирования. При ближайшем рассмотрении понятийного аппарата были разграничены отличия в российском и западном подходах к определению сделок M&A.

M&A обладают целым рядом преимуществ по сравнению с внутренними методами корпоративного развития. Основным из них, служащим одновременно главным мотивирующим фактором к проведению слияний и поглощений, является синергетический эффект, выражающийся в создании дополнительной стоимости от слияния/поглощения. Помимо прочих целей, также выделяют диверсификацию и корректировку стратегии в качестве основных причин слияния компаний.

Для наиболее точного проведения анализа тенденций слияний и поглощений был проведен факторный анализ показателей слияний и поглощений и изучен путь развития каждого рынка в отдельности. На основе рассмотрения показателей стоимости сливающихся компаний был выявлен наиболее распространенный метод ее определения, конкретнее, в рамках доходного подхода - метод дисконтирования.

Так же стоит учитывать, что далеко не все сделки заканчиваются успешно для покупателей. Компании сталкиваются с проблемами, начиная с самого начала – оценки потенциальных целей, и заканчивая возникающими сложностями после приобретения, такими как проблемы стратегического и организационного управления. Тем не менее, это не останавливает остальных от применения стратегии агрессивного роста.

При анализе динамики потоков, начиная с 1888 до настоящего времени, были выявлены ключевые всплески, переросшие в полномасштабные волны активности. Более того, были рассмотрены основные тенденции и крупнейшие сектора, демонстрирующие стоимостную и количественную динамику, выявленные при детальном рассмотрении последнего оживлении на рынке, начавшегося в 2012 году. Как и было ожидаемо, каждый регион продемонстрировал различную динамику, как в секторах Cross-border/Domestic, так и в общей волатильности рынка. Ключевые различия выражались, помимо прочего, в длине и росте активности в течение нарастания очередных волн на мировом рынке, коррелируя с динамикой ВВП, размером процентной ставки, коэффициентом Тобина, законодательством, и, в большей мере, с размером капитализации фондового рынка.

Кроме того, трансграничные слияния и поглощения были заметной особенностью рынка слияний и поглощений. Объем трансграничных сделок снизился всего на три процента по сравнению с объемом трансграничной торговли в 2016 году и составил 38 процентов от общего объема слияний и поглощений, что является самым высоким показателем с 2008 года. Девять из 15 крупнейших транзакций, объявленных в 2017 были трансграничные операции.

В процессе изучения черт российских особенностей слияний и поглощений было установлено, что его динамика имеет в своем основании ряд экономических и институциональных тенденций. Если в докризисный период практически все сделки являлись сделками поглощений зарубежными и международными компаниями российских фирм, то теперь отечественные корпорации и ТНК, реализуя стратегию выхода на мировой рынок, покупают активы за рубежом и на равных сливаются с международными компаниями. Говоря о роли государства, есть основания предполагать, что доля госкомпаний в статистике слияний и поглощений увеличится.

В качестве сделки для более подробного анализа была взята покупка продуктовым ритейлером «Лента» активов финского ритейлера «Кеско» в декабре 2016 года. Осуществление данной сделки не противоречит намеченными целями стратегического развития группы, помогая быстрее нарастить торговые площади и утвердить свое присутствие на рынке Санкт-Петербурга. В качестве основных мотивов для поглощения можно выделить увеличение «рыночного могущества» и синергию.

Для оценки синергетического эффекта был выбран метод оценки компании по модели Гордона до и после поглощения. Для расчета стоимости фирмы после приобретения активов были рассчитаны и продисконтированы денежные потоки в соответствии с методом Discounted Cash Flow. Данная сделка внесла вклад в развитие компании, что подтверждается увеличением операционных показателей питерского подразделения, и, в дальнейшем, положительным значением синергетического эффекта

Однако из-за несовершенства методологии нельзя утверждать, что весь результат будет получен лишь за счет стратегии агрессивного роста, так как органический рост превалирует в рамках развития данной компании, что в свою очередь сглаживает явность синергии. В связи с этим можно сделать вывод о том, что стоит развивать исследования в данном направлении.

Таким образом, перспективы развития данной области, полученные по результатам анализа, говорят о том, что общий объем сделок на американском рынке достигнет примерно 4,2 млрд долларов, так как основными драйверами роста будут выступать американские и китайские компании. Ожидается оживление в секторе био- и высоких технологий. Ситуация в Европе также может быть охарактеризована как положительная, несмотря на то, что китайские компании больше не инвестируют крупные суммы в европейский рынок, им на смену пришли американские компании. На фоне 4% роста числа сделок в 2017 году, ожидается увеличение их стоимостного показателя.

Что касается ситуации в России, принимая во внимание недавно начавшийся переход российской экономики от стадии рецессии к восстановлению, стабилизацию курсов валют и снижение инфляции, можно прогнозировать плавное увеличение общего количества сделок, особенно в областях, связанных с ТЭК, металлургией и электроэнергетикой.

Фундаментальный анализ проблематики сделок M&A, имеющий особое значение для макроэкономического уровня, хоть и помогает выявить главные тенденции, но не позволяет утверждать наверняка. О действительных мотивах зачастую ничего не известно, и специалистам остается лишь догадываться, опираясь на косвенные факты, что в свою очередь не позволяет в должной степени спрогнозировать поведение участников сделок слияний и поглощений. Поэтому любое прогнозирование не будет исчерпывающим, и лишь отчасти будет отображать ситуацию.

# Список использованных источников.

1. Федеральный закон РФ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 N 208-ФЗ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: // http: // consultant.ru/
2. Федеральный закон РФ «О рынке ценных бумаг» от 30.12.2006 N 282-ФЗ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: // http: // consultant.ru/
3. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. // М.: «Альпина Паблишер», 2015. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: //http://thelib.ru/.
4. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. // М.: Олимп-Бизнес, 2007, С. 564.
5. Лапко К. Анализ метода дисконтирования денежных потоков и его применение в современных условиях // Аудит и финансовый анализ. 2009. № 6. стр. 1-7.
6. Ларченко А. Оценка бизнеса. Подходы и методы. СПб., "PRTeam", 2008. - 59 с.
7. Невельский А. На глобальном фармацевтическом рынке в этом году было объявлено о сделках на $368,6 млрд // Ведомости. 2014, № 3719
8. Нендца А., Воротникова-Мюзинг Ю. Российские попытки слияний и поглощений в Германии // Слияния и поглощения. 2012. № 6. стр. 10-17.
9. Никеров Г. И., Законодательство США, ЕС и России об антиконкурентных соглашениях. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.iskran.ru/publish.php?id=88/
10. Решетько Н.И., Башкатова Ю.И. Сущность слияний и поглощений и их влияние на конкурентоспособность компаний на рынке / Н.И. Решетько, Ю.И. Башкатова // Интернет-журнал «Науковедение» Том 7, №2, 2015 – С. 1-11.
11. Российский рынок слияний и поглощений: направления и перспективы развития: Коллективная монография / Отв. ред. E.Г. Чернова, Н.В. Пахомова. – СПб.: Издательский дом СПбГУ, 2011. – С. 124-144.
12. Рынок слияний и поглощений в России в 2016 году [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/press-releases/Pages/MA-2016-Survey.aspx
13. Рябичева А.В. Методы оценки экономической эффективности слияний и поглощений // Экономическая эффективность слияний и поглощений. 2007. №4. стр. 407-410.
14. Харисов И. Процессный подход к управлению компаниями после слияний и поглощений // Проблемы современной экономики. 2009. №2. стр. 1-4.
15. Чернова Е.Г. Современные формы и методы интеграции хозяйственных образований в условиях глобализации. – СПб.: Издательский дом СПбГУ, 2010. – 256 с.
16. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. М., 2004, стр. 185-202.
17. Alcatel-Lucent Posts Loss, but Revenue Climbs 18%. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.nytimes.com/2008/02/09/business/09alcatel.html?\_r=0
18. Arveson P. Strategic Management of Scientific Research Organizations // Journal. Wash-ington Academy of Sciences. 2012. Vol. 98. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.washacadsci.org/Journal/Journalarticles/V.98-3-Strategic\_Management\_of\_Scientific\_Research\_Organizations\_Arveson.pdf
19. Company News: Valero Energy agrees to buy Premcor for $8 billion. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ogj.com/articles/print/volume-103/issue-17/general-interest/company-news-valero-energy-agrees-to-buy-premcor-for-8-billion.html
20. European Research: Innovation in Science, Education and Technology // European research № 7 (18) / Сб. ст. по мат.: ХVIII межд. науч.-практ. конф. (United Kingdom, London, 28-29 July 2016). 94 p.
21. Jovanovic B., Rousseau P.The Q-theory of mergers // American Economic Review, 2002. - Vol. 92 - P. 198–204.
22. Kim E. H., Singal V. Mergers and Power: Evidence from the Airline Industry // The American Economic Review, Volume 83, Issue 3 (June, 1993), 549-569. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://leeds-faculty.colorado.edu/
23. Mergers and Acquisitions (M&A) Type Transactions as a Part of FDI Statistics. // OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 2008: Fourth Edition, p.86-198. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http:// oecd-ilibrary.org
24. Proctor & Gamble Annual Report 2006, p. 2 [Электронный ресурс]. – Режим доступа:http://www.pg.com/en\_US/downloads/investors/annual\_reports/2006/pg2006annualreport.pdf
25. Webner Y. Tabra S. Oberg C. Comprehensive Guide to Mergers & Acquisitions, A: Managing the Critical Success Factors Across Every Stage of the M&A Process. FT-Press, 2013, Chapter 1. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2164982
26. РБК. Информационный ресурс. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.rbc.ru/business
27. AK&M. Информационное агентство. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.akm.ru/rus/ma/stat
28. Bloomberg. Информационный ресурс. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.bloomberg.com/news/
29. UNCTAD. Информационный ресурс. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://unctad.org/en>
30. World Bank Data. Информационный ресурс. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://data.worldbank.org>

Приложение 1.

Культурные различия

Уровень интеграции

Дружелюбность слияния

Напряжение

Негативное отношение: Компания

Негативное отношение: Кооперация

Обязательство

Консолидация

Обороты

Эффективность

Внутрифирменные

Внешние по отношению к фирме

Синергетический эффект

Субъективные

Основные мотивы M&A

Личная выгода менеджеров

Спекулятивные

Объективные

Защитные мотивы

## Приложение 2.

Диаграммы. Сделки слияния и поглощения по секторам США. 2017г.

# Приложение 3.

Рисунок. Волны слияний и поглощений в России в 1993-2017 гг.

Источник: Рассчитано на основе данных imaa statistics

Рисунок. Волны слияний и поглощений в Европе в 1985-2017 гг.

Источник: Рассчитано на основе данных imaa statistics

Рисунок. Волны слияний и поглощений в США в 1888-2017 гг.

Источник: Рассчитано на основе данных imaa statistics

1. Чернова Е.Г. Современные формы и методы интеграции хозяйственных образований в условиях глобализации. СПб., 2010, стр. 125-127. [↑](#footnote-ref-1)
2. Чернова Е.Г. Современные формы и методы интеграции хозяйственных образований в условиях глобализации. СПб., 2010, стр. 125-127. [↑](#footnote-ref-2)
3. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М., 2015. // http://thelib.ru/ [↑](#footnote-ref-3)
4. Чернова Е.Г. Пахомова Н.В. Российский рынок слияний и поглощений: направления и перспективы развития. СПб., 2011, стр. 12. [↑](#footnote-ref-4)
5. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 22-24. [↑](#footnote-ref-5)
6. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 27. [↑](#footnote-ref-6)
7. Proctor & Gamble Annual Report 2006, p. 2 // http://www.pg.com/en\_US/downloads/investors/annual\_reports/2006/pg2006annualreport.pdf [↑](#footnote-ref-7)
8. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 28-29. [↑](#footnote-ref-8)
9. Нендца А., Воротникова-Мюзинг Ю. Российские попытки слияний и поглощений в Германии // Слияния и поглощения. 2012. № 6. стр. 10-17. [↑](#footnote-ref-9)
10. Kim E. H., Singal V. Mergers and Power: Evidence from the Airline Industry // The American Economic Review, Volume 83, Issue 3 (June, 1993), 549-569. // http://leeds-faculty.colorado.edu/ [↑](#footnote-ref-10)
11. Нендца А., Воротникова-Мюзинг Ю. Российские попытки слияний и поглощений в Германии // Слияния и поглощения. 2012. № 6. стр. 10-17. [↑](#footnote-ref-11)
12. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 34-35. [↑](#footnote-ref-12)
13. Company News: Valero Energy agrees to buy Premcor for $8 billion // http://www.ogj.com/articles/print/volume-103/issue-17/general-interest/company-news-valero-energy-agrees-to-buy-premcor-for-8-billion.html [↑](#footnote-ref-13)
14. Невельский А. На глобальном фармацевтическом рынке в этом году было объявлено о сделках на $368,6 млрд // Ведомости. 2014, № 3719 [↑](#footnote-ref-14)
15. Чернова Е.Г. Пахомова Н.В. Российский рынок слияний и поглощений: направления и перспективы развития. СПб., 2011, стр. 36-45. [↑](#footnote-ref-15)
16. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. М., 2004, стр. 131-133. [↑](#footnote-ref-16)
17. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 408-413. [↑](#footnote-ref-17)
18. Рябичева А.В. Методы оценки экономической эффективности слияний и поглощений // Экономическая эффективность слияний и поглощений. 2007. №4. стр. 407-410. [↑](#footnote-ref-18)
19. Лапко К. Анализ метода дисконтирования денежных потоков и его применение в современных условиях // Аудит и финансовый анализ. 2009. № 6. стр. 1-7. [↑](#footnote-ref-19)
20. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. М., 2004, стр. 185-202. [↑](#footnote-ref-20)
21. Ларченко А. Оценка бизнеса. Подходы и методы. СПб., "PRTeam", 2008. - 59 с. [↑](#footnote-ref-21)
22. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. М., 2004, стр. 203-214. [↑](#footnote-ref-22)
23. Ларченко А. Оценка бизнеса. Подходы и методы. СПб., "PRTeam", 2008. - 59 с. [↑](#footnote-ref-23)
24. DaimlerChrysler: End of an Unhappy Pair? // http://www.bloomberg.com/bw/stories/2007-04-18/daimlerchrysler-end-of-an-unhappy-pair-businessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice [↑](#footnote-ref-24)
25. Alcatel-Lucent Posts Loss, but Revenue Climbs 18% // http://www.nytimes.com/2008/02/09/business/09alcatel.html?\_r=0 [↑](#footnote-ref-25)
26. Webner Y. Tabra S. Oberg C. Comprehensive Guide to Mergers & Acquisitions, A: Managing the Critical Success Factors Across Every Stage of the M&A Process. FT-Press, 2013, Chapter 1. // http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2164982 [↑](#footnote-ref-26)
27. Харисов И. Процессный подход к управлению компаниями после слияний и поглощений // Проблемы современной экономики. 2009. №2. стр. 1-4. [↑](#footnote-ref-27)
28. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимп-Бизнес, 2007, стр. 559-564. [↑](#footnote-ref-28)
29. Arveson P. Strategic Management of Scientific Research Organizations // Journal. Wash-ington Academy of Sciences. 2012. Vol. 98. URL : // http://www.washacadsci.org/Journal/Journalarticles/V.98-3-Strategic\_Management\_of\_Scientific\_Research\_Organizations\_Arveson.pdf [↑](#footnote-ref-29)
30. Webner Y. Tabra S. Oberg C. Comprehensive Guide to Mergers & Acquisitions, A: Managing the Critical Success Factors Across Every Stage of the M&A Process. FT-Press, 2013, Chapter 1. // http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2164982 [↑](#footnote-ref-30)
31. DaimlerChrysler AG - Company Profile, Information, Business Description, History, Background Information on DaimlerChrysler AG // http://www.referenceforbusiness.com/history2/87/DaimlerChrysler-AG.html [↑](#footnote-ref-31)
32. Webner Y. Tabra S. Oberg C. Comprehensive Guide to Mergers & Acquisitions, A: Managing the Critical Success Factors Across Every Stage of the M&A Process. FT-Press, 2013, Chapter 1. // http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2164982 [↑](#footnote-ref-32)
33. Mergers and Acquisitions (M&A) Type Transactions as a Part of FDI Statistics. // OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 2008: Fourth Edition, Annex 9, p.86-198. [↑](#footnote-ref-33)
34. Jovanovic B., Rousseau P.The Q-theory of mergers // American Economic Review, 2002. - Vol. 92 - P. 198–204. [↑](#footnote-ref-34)
35. UNCTAD. Доклад о мировых инвестициях, 2016 // http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016\_Overview\_ru.pdf [↑](#footnote-ref-35)
36. UNCTAD. Доклад о мировых инвестициях, 2016 // http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016\_Overview\_ru.pdf [↑](#footnote-ref-36)
37. Alan M Klein. Global overview. Simpson Thacher & Bartlett LLP // URL: https://gettingthedealthrough.com/area/21/article/29098/mergers-acquisitions-2017-global-overview/ [↑](#footnote-ref-37)
38. Alan M Klein. Global overview. Simpson Thacher & Bartlett LLP // URL: https://gettingthedealthrough.com/area/21/article/29098/mergers-acquisitions-2017-global-overview/ [↑](#footnote-ref-38)
39. UNCTAD. Доклад о мировых инвестициях, 2016 // http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016\_Overview\_ru.pdf [↑](#footnote-ref-39)
40. US inbound M&A value surges by 21% in 2017 // URL: http://mergers.whitecase.com/highlights/us-inbound-ma-value-surges-by-21-in-q1-2017#! [↑](#footnote-ref-40)
41. Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. – СПб.: Питер, 2007. – 192 с.: ил. [↑](#footnote-ref-41)
42. Mergers and Acquisitions (M&A) Type Transactions as a Part of FDI Statistics. // OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment 2008: Fourth Edition, Annex 9, p.86-198. [↑](#footnote-ref-42)
43. Hochtief makes €19bn counterbid for Abertis // URL: https://www.ft.com/content/5ff4eece-b3f6-11e7-aa26-bb002965bce8 [↑](#footnote-ref-43)
44. Luxottica's $53 Billion Deal Looks a Little Cracked // URL: https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-10-13/luxottica-s-53-billion-deal-looks-a-little-cracked [↑](#footnote-ref-44)
45. Siemens to Merge Rail Operations With French Rival Alstom // URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-26/siemens-to-merge-rail-operations-with-french-rival-alstom [↑](#footnote-ref-45)
46. FLASHWIRE EUROPE QUARTERLY, FACTSET, 3rd Q 2017 // URL: https://www.factset.com/mergerstat\_em/europe/Europe\_Flashwire\_Quarterly.pdf [↑](#footnote-ref-46)
47. Mergers & Acquisitions in Europe and Latin America 2016 // URL: http://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2017/02/2016-europe-latam-ma/bk\_eur\_mergersacquisitionreport\_2016.pdf?la=en [↑](#footnote-ref-47)
48. Bayer Seeks EU Blessing for $66 Billion Monsanto Takeover // URL: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-30/bayer-seeks-eu-blessing-for-66-billion-monsanto-takeover [↑](#footnote-ref-48)
49. European Research: Innovation in Science, Education and Technology // European research № 7 (18) / Сб. ст. по мат.: ХVIII межд. науч.-практ. конф. (United Kingdom, London, 28-29 July 2016). 94 p. [↑](#footnote-ref-49)
50. Никеров Г. И., Законодательство США, ЕС и России об антиконкурентных соглашениях. URL: http://www.iskran.ru/publish.php?id=88/ [↑](#footnote-ref-50)
51. World Bank Data //URL:https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?locations=RU-US-EU [↑](#footnote-ref-51)
52. Сапронов И. Сделки M&A предмет интереса среднего бизнеса // Рынок ценных бумаг. 2013. № 6. стр. 45-47. [↑](#footnote-ref-52)
53. Статистика M&A за 2014 год // http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2014/11.htm [↑](#footnote-ref-53)
54. Варвус С. Клименко А. Роль процессов слияний и поглощений в российской экономике // Science Time. 2014. стр. 48-57. [↑](#footnote-ref-54)
55. Статистика M&A за 2017 год // http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2017/11.htm [↑](#footnote-ref-55)
56. Glencore и катарский инвестфонд продали часть акций «Роснефти» китайцам //URL:https://www.rbc.ru/business/08/09/2017/59b288709a7947e036ff602a [↑](#footnote-ref-56)
57. «Газпром» договорился с австрийской OMV об обмене активами //URL:https://www.rbc.ru/business/14/12/2016/585113b89a79470fd968991a [↑](#footnote-ref-57)
58. Ключевые сделки российского рынка январь-июль 2017 // URL: http://campusfinance.org/august\_digest\_mergers [↑](#footnote-ref-58)
59. Рынок слияний и поглощений в России в 2016 году // http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/press-releases/Pages/MA-2016-Survey.aspx [↑](#footnote-ref-59)
60. РЕЙТИНГ INFOLINE RETAIL RUSSIA TOP-100 2015 // http://infoline.spb.ru/infoline-retailer-russia-top-100/ [↑](#footnote-ref-60)
61. Realising our potential. Annual report 2016. Lenta Ltd // http://www.lentainvestor.com/en/files/file/download/id/1052 [↑](#footnote-ref-61)
62. Betas by Sector // http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\_Home\_Page/datafile/Betas.html [↑](#footnote-ref-62)
63. 20-year Treasury Constant Maturity // http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/fedbog/tcm20y [↑](#footnote-ref-63)
64. Country Default Spreads and Risk Premiums // http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\_Home\_Page/datafile/ctryprem.html [↑](#footnote-ref-64)
65. Государственные облигации // http://www.rusbonds.ru/cmngos.asp [↑](#footnote-ref-65)