

## ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНКИ РИСКОВ В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

© 2011 И.В. Никитушкина

кандидат экономических наук, доцент

© 2011 И.И. Болотникова

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

E-mail: nikitushkina@econ.msu.ru; irina.bolotnikova@gmail.com

Статья посвящена вопросам оценки рисков, возникающих на разных этапах в сделках слияния и поглощения российских компаний. Проведено эмпирическое исследование влияния риска на стоимость покупателя - публичной компании. Предложена методика оценки и инкорпорации риска при определении стоимости приобретаемого бизнеса.

*Ключевые слова:* слияния и поглощения, риск-менеджмент, методология исследования событий, оценка стоимости публичной компании.

Последствия мирового финансового кризиса негативно сказались на российском рынке слияний и поглощений, существенно снизив склонность инвесторов к риску. Общая сумма сделок в 2009 г. составила 46,1 млрд. долл., что на 62,0% меньше показателя 2008 г., и стала фактически сопоставима со статистикой по 2005 г.<sup>1</sup> Однако постепенная стабилизация ситуации на мировых рынках на фоне роста цен на энергоресурсы и повышения эффективности операционной деятельности бизнеса через сокращение расходов и продажу непрофильных активов обеспечила значительное оживление на рынке в 2010 г.: общая сумма сделок слияния и поглощения почти удвоилась по сравнению с предыдущим годом<sup>2</sup>. Сохранение оценочных мультипликаторов на относительно низком уровне практически во всех секторах экономики обусловило возвращение на российский рынок иностранных инвесторов.

Согласно статистике информационного агентства АК&М по внутренним и трансграничным сделкам на российском рынке слияний и поглощений, показатели первого квартала текущего года свидетельствуют об устойчивом росте объема иностранных инвестиций в российский бизнес, что можно объяснить сохранившейся конкурентоспособностью российской экономики и инвестиционной привлекательностью российских активов<sup>3</sup>. Однако, помимо непосредственно инвестиций в бизнес, иностранный инвестор всегда может выбрать альтернативу в виде приобретения ценных бумаг российской публичной компании.

Сравнивая вариант инвестиций в ценные бумаги на фондовом рынке и прямые инвестиции, следует также отметить, что последние обычно требуют большей доходности, поскольку подразумевают приобретение непубличного бизнеса с непрозрачной финансовой отчетностью и инвестиционной историей. Это вызывает необходимость экспертизы рисков проекта и оценки их влияния на стоимость компании-покупателя на всех этапах сделки.

При проведении эмпирического исследования перед нами стояла задача количественной оценки влияния источников риска на стоимость покупателя - публичной компании на российском рынке слияний и поглощений. В целях корректной интерпретации полученных результатов перечисленные ниже источники риска были ограничены только теми категориями, которые способны проявлять себя в негативном новостном фоне и оказывать отрицательное влияние на котировки ценных бумаг. В рамках определения понятийного аппарата исследования была предложена классификация источников риска исходя из того, на каком из этапов сделки они могут возникнуть и каким образом могут быть интерпретированы инвесторами на фондовом рынке (табл. 1).

Основываясь на сложившейся в современной теории корпоративных финансов системе подходов к оценке стоимости, влияние источников риска можно инкорпорировать в оценку приобретаемого бизнеса посредством:

- повышения ставки дисконтирования;
- корректировки ожидаемых денежных потоков.

Таблица 1

**Классификация рисков в сделках слияния и поглощения исходя из их влияния на новостной фон компании**

<b>Источник риска</b>	<b>Этап</b>	<b>Новостной фон</b>
Неверный выбор компании-цели	Инициация сделки	Отсутствует
Направление предложения о приобретении		Присутствует
Юридические риски	Due Diligence приобретаемого бизнеса	Отсутствует
Налоговые риски		Отсутствует
Финансовые риски		Отсутствует
Неплатежеспособность покупателя	Этап структурирования сделки	Присутствует
Потеря контроля над компанией		Присутствует
Вывод активов компании		Присутствует
Переоценка стоимости приобретаемого бизнеса		Присутствует
Потеря ключевых сотрудников	Этап интеграции приобретенного бизнеса	Отсутствует
Отсутствие синергетического эффекта		Отсутствует
Несовместимость корпоративных культур		Отсутствует
Возникновение корпоративных конфликтов		Присутствует
Невыполнение операционных и финансовых планов		Присутствует
Потеря клиентской базы		Отсутствует
Появление конкурентов в лице прежних собственников либо менеджмента		Присутствует
Политические риски		Присутствует
Необходимость досрочного погашения долга компании		Присутствует
Появление рисков, не устраненных на этапе Due Diligence и структурирования сделки		Присутствует

Обычно ставка дисконтирования отражает риск систематического, предсказуемого характера. В то же время такие риски, как потеря контроля над активом после закрытия сделки или появление непредвиденных финансовых обязательств на балансе приобретенного бизнеса, не могут быть адекватно отражены в ставке дисконтирования и поэтому должны быть учтены либо как корректировка свободного денежного потока, либо как дисконт к цене предложения (Enterprise Value). Подобный подход позволяет учесть не только возможность появления того или иного риска на каждом из этапов проводимой сделки, но и вероятность появления этого риска.

В зависимости от результатов всестороннего исследования деятельности приобретаемой компании (Due Diligence) и профессиональной экспертизы проектной группы по слияниям и поглощениям компании-покупателя определенным категориям рисков может быть присвоена количественная оценка. Она позволяет более точно предсказать реакцию рынка на появление негативного информационного фона, вызванного, например, непредвиденными потерями при интеграции приобретенного бизнеса. Подобный «экспертный» метод, предполагающий присвоение субъективного значения исследуемому пока-

зателю, может быть использован при прогнозировании вероятности появления того или иного риска наряду с другими широко распространенными инструментами оценки вероятности, например, методом сценариев, методом моделирования случайных процессов и событий Монте-Карло.

Обращаясь к вопросам выбора метода и соответствующего инструментария, при проведении эмпирического исследования использовалась методология исследования событий (Event Study Methodology), введенная в научный оборот в 1969 г. Э.Ф. Фамэ с публикацией исследовательской работы по динамике котировок акции при появлении на рынке новой информации<sup>4</sup>. В основе методологии лежит предпосылка об информационной эффективности рынка, подразумевающая, что котировки ценных бумаг практически мгновенно отражают оценку пулом инвесторов того или иного корпоративного события. Оптимальность методологии при этом заключается в том, что она на основе фундаментальных показателей компании помогает провести достоверную оценку влияния информационного потока событий на доходность ценной бумаги.

Методология исследования событий широко используется в современной теории корпоративных финансов, поскольку позволяет избежать

необходимости анализировать показатели финансовой отчетности и дает возможность количественно оценить влияние на стоимость компании дивидендной политики, структуры капитала, корпоративного управления и пр. Кроме того, она позволяет проверить гипотезу об эффективности рынка применительно к ситуации с любой ценной бумагой через сравнение оценки стоимости методом дисконтированных денежных потоков и изменения котировок акций компании на фондовой бирже.

Изменение рыночной капитализации компании на фондовой бирже отражает не просто оценку влияния того или иного корпоративного события на перспективы роста компании, но и некую консенсусную субъективную оценку этого события рынком. Если говорить более конкретно, то инвесторы, которые сходятся во мнении, что покупатель переплачивает за приобретаемый бизнес, вероятнее всего, негативно отреагируют на новость, что приведет к падению котировок покупателя. С другой стороны, если покупатель входит в актив на привлекательных условиях и высока вероятность реализации синергетического эффекта, на рынке будет наблюдаться положительная динамика котировок акций компании.

В качестве показателя, на основе которого строились выводы данного эмпирического исследования, рассматривалось отклонение доходности ценных бумаг компании от среднего показателя доходности в ответ на непредвиденные корпоративные события в рамках процессов слияний и поглощений. Эмпирическое исследование было проведено на основе общедоступной статистической информации в пределах краткосрочного инвестиционного горизонта в последующие несколько дней после появления пресс-релиза. Подобный выбор был обусловлен предположениями об информационной эффективности фондового рынка и быстрой реакции цен акций на вновь появляющуюся информацию в краткосрочном периоде. Последнее основано на ряде научных исследований<sup>5</sup>. Однако нужно также упомянуть о существовании позиции, согласно которой цены акций, напротив, медленно реагируют на новую информацию и с целью получения надежных выводов инвестору следует брать за основу долгосрочный инвестиционный горизонт в 3-5 лет<sup>6</sup>.

Неверный выбор модели при расчете отклонения доходности ценной бумаги в краткосрочном периоде оказывает меньшее влияние на на-

дежность и достоверность выводов, чем в случае расчета на долгосрочный период. Следует сразу определить, что под краткосрочным периодом мы понимаем период от 6 до 126 дн. после появления информации в прессе, а под долгосрочным периодом - от 24 до 70 мес. Основной причиной является то, что ежедневные ожидаемые доходности по ценным бумагам в течение краткосрочного периода близки к нулю. Когда событие представляет собой событие "большого масштаба" и доходность акций в ответ на него сконцентрирована в большей степени в периоде в несколько дней, неправильно выбранная модель незначительно влияет на результат исследования. В частности, в слияниях и тендерных предложениях средняя доходность акций для приобретаемой компании в диапазоне трех дней составляет 15%, в то время как обычная величина средней ежедневной доходности акций - только около 0,04%<sup>7</sup>.

Следует отметить, что исследование параметров, структуры и перспектив развития российского рынка слияний и поглощений проводят в основном консалтинговые компании, такие как KPMG, Ernst&Young, Price Waterhouse Coopers и Deloitte. Принципиальный интерес к вопросам менеджмента процессов в сделках слияния и поглощения за пределами общего обзора тенденций рынка появился сравнительно недавно и был связан с выходом многих российских компаний с первичным публичным предложением своих акций на российские и иностранные фондовые площадки и необходимостью создания функции Investor Relations в рамках корпоративной структуры публичной компании.

Всего в рамках проведенного нами исследования было рассмотрено 2177 сделок слияния и поглощения с участием российских компаний, информация о намерении проведения которых появилась в прессе в течение рассматриваемого периода (см. рисунок), в том числе:

- 789 сделок, где покупателем выступала публичная компания, ценные бумаги которой обращались на фондовой бирже;

- 1388 сделок, где покупателем выступала непубличная компания и, соответственно, не было объективной информации об оценке рынком вновь появившейся информации о компании.

Основные результаты исследования и рекомендации в отношении оценки стоимости приобретаемого бизнеса основывались на информации по результатам торгов ценными бумагами

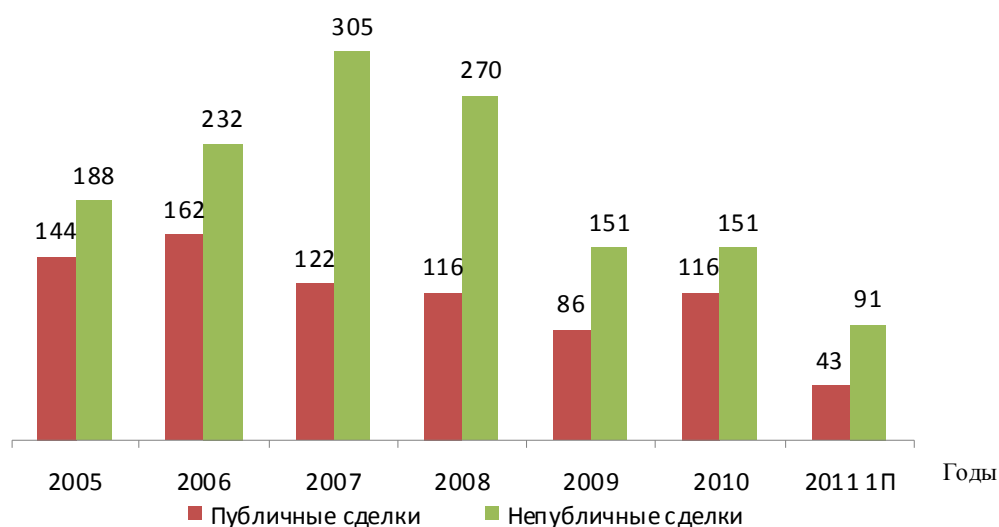


Рис. Сделки с участием российских компаний, 2005 - первое полугодие 2011 г.

публичных компаний, обращающихся на российских и иностранных фондовых площадках. По причине отсутствия информации о реакции рынка на объявление о намерении провести сделку непубличных компаний они не были включены в расчет среднего отклонения доходности по категориям корпоративных событий. Оценка среднего отклонения доходности была рассчитана на основе информации о котировках при закрытии торговой сессии в течение каждого из пяти рабочих дней после появления информации о корпоративном событии.

Основным предположением модели служит то, что колебание котировок связано исключительно с появлением информации о корпоративном событии и отражает оценку рынком целесообразности той или иной сделки и обоснованно-

сти предложенной за актив цены. В число анализируемых корпоративных событий вошли объявление о намерениях, закрытие сделки, информация о прочих существенных фактах, таких как направление предложения в рамках тендерного процесса, судебные иски, реструктуризация, сложности при интеграции и переоценка стоимости приобретаемой компании. По каждому из перечисленных выше источников риска была проведена оценка среднего отклонения - премии либо дисконта - от нормы в диапазоне в пять дней после объявления о событии. В табл. 2 представлена статистическая оценка рисков по каждой из наиболее распространенных категорий, рассчитанная на основе данных в период с 2005 г. по первое полугодие 2011 г. Выбор периода исследования обусловлен доступностью информации

Таблица 2

Средние показатели реакции котировок ценных бумаг на корпоративные события, 2005 - первое полугодие 2011 г., %

Показатели	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1П 2011
<b>Инициация</b>							
Направление предложения	-0,4	-0,1	3,5	0,7	1,2	-2,1	-3,1
<b>Структурирование</b>							
Объявление о сделке	0,2	0,8	1,4	2,9	0,5	-0,6	0,2
Закрытие сделки	0,6	0,4	1,8	1,7	0,4	0,3	0,1
Срыв сделки	-0,3	2,3	1,6	1,9	-1,3	-1,0	-
Переоценка стоимости	-1,7	1,1	1,0	-0,4	3,7	-1,8	2,04
Одобрение антимонопольными органами	1,1	0,1	3,8	2,6	1,42	1,6	-0,2
<b>Интеграция</b>							
Реструктуризация	1,0	1,2	2,3	2,5	1,1	0,3	-
Непредвиденные потери	-1,1	-1,4	-0,2	-0,7	-2,3	-0,2	-
Продажа активов	-3,9	-1,5	-2,8	-4,6	-1,9	-2,3	-2,0

о торгах ценными бумагами и наличием существенной доли публичных компаний-покупателей на российском рынке в выбранный период времени.

Полученные результаты позволяют прийти к следующим основным выводам относительно влияния различных источников риска на стоимость покупателя - публичной компании:

- обычно на информацию о планируемой сделке рынок реагирует положительно, показывая отклонение от нормы примерно в 0,8 %;

- объявление о продаже ранее приобретенных активов генерирует отрицательную доходность: рынок оценивал ценные бумаги компаний примерно в 2,7 % ниже первоначальной цены, причиной чего могли служить изначально неясные перспективы или неудовлетворительные результаты продаваемой компании в рамках группы;

- на протяжении всего рассматриваемого периода рынок предлагал положительную премию в 1,4 % в ответ на информацию о планируемой реструктуризации после закрытия сделки. Причинами такой реакции могли быть недооценка инвесторами перспектив интеграции приобретаемой компании в структуру покупателя и изменение оценки фундаментальных показателей после приобретения в процессе непосредственно реструктуризации.

Вопрос эффективности сделок слияния и поглощения - широко распространенный предмет исследования и в иностранной научной литературе. Поскольку история американского рынка слияний и поглощений берет свое начало еще в 1980-х гг., статистика по американским публичным компаниям представляет собой обширную базу для изучения закономерностей, прослеживающихся на рынке на разных этапах его развития, и вызывает наибольший интерес с точки зрения сравнения с аналогичными показателями по российским публичным компаниям. Несмотря на очевидные различия в фундаментальных характеристиках бизнеса и недолгий период существования российского рынка M&A, подобное сравнение обосновано в силу следующих причин:

- американский фондовый рынок остается одним из наиболее привлекательных с точки зрения первичного публичного предложения ценных бумаг, только в последнее время несущественно теряя свои позиции в пользу европейских и азиатских площадок на фоне роста китайской эко-

номики и экономики других стран Азиатско-Тихоокеанского региона;

- большинство российских компаний стремятся если не полностью проводить размещение на американской либо европейской фондовой площадке, то предложить хотя бы часть размещаемого пакета иностранным инвесторам, что позволит облегчить компании доступ к более дешевым источникам финансирования впоследствии<sup>8</sup>;

- исследования реакции американского фондового рынка на сообщения, в частности, о существенных корпоративных событиях включают компании с развивающихся рынков, прошедшие листинг на американской фондовой бирже. Иными словами, восприятие инвесторами информации о компании в определенной мере не подвержено влиянию и не ограничено только компаниями, инкорпорированными и ведущими большую часть своей деятельности на территории США.

Возможность сопоставления полученных оценок со статистикой по сделкам слияния и поглощения на развитых рынках зависит от анализируемого периода и предположений, на основе которых строилась модель, в частности показателя средней доходности по ценным бумагам и основной мотивации, лежащей в основе той или иной сделки.

Если обратиться к сделкам слияния и поглощения на американском рынке, то следует отметить следующее: несмотря на наличие значительного числа исследований по оценке эффективности в сделках M&A в краткосрочном и долгосрочном периодах, основным предметом их внимания остается реакция рынка на две категории корпоративных событий - объявление о намерениях и сообщение о закрытии сделки. Остальным категориям, например сообщениям о решении антимонопольных органов по сделке, о получении конкурирующего предложения от другой компании, о повышении цены предложения акционерам приобретаемого бизнеса, сложностям при реструктуризации либо потере контроля над активом не уделено должного внимания. В табл. 3 приведены результаты этих исследований.

Данные результаты можно рассматривать как ориентир при сравнении с показателями по российским публичным компаниям и иностранным компаниям, инвестировавшим в российские активы. Согласно выводам, к которым пришли

Таблица 3

**Показатели отклонения доходности покупателя от нормы в ответ на объявление о намерениях в сделках слияния и поглощения на американском фондовом рынке**

Авторы	Число сделок	Период	Диапазон оценки	Отклонение доходности, %
Jensen and Ruback (1983)	17-1 61	1958-81	20-60 дн.	4
Jarrell and Poulsen (1989)	526	1963-86	31 дн.	1
Jarrell, Brickley and Netter (1988)	405	1960-85	31 дн.	2
Magenheim and Mueller (1988)	26	1976-81	1 мес.	1
Bradley, Desai and Kim (1988)	236	1963-84	11 дн.	1
Loderer and Martin (1990)	274	1966-84	6 дн.	1
Schwert (1996)	564	1975-91	42 дн. до и 126 дн. после	

Loderer и Martin на основе информации по 274 публичным компаниям, акции которых торговались на NYSE и AMEX, среднее отклонение доходности от нормы в пределах шести дней составило порядка 1 %<sup>9</sup>. Следует принимать во внимание, что данное исследование покрыло сделки во временном периоде с 1966 по 1984 г., периоде волны сделок с перспективами роста, и подобная мотивация при совершении сделок могла существенно образом повлиять на оценку фондовым рынком стратегии и стоимости публичных компаний. Если обратиться к российским публичным компаниям, то следует сказать, что российский фондовый рынок является достаточно молодым, а вопросы регулирования и оценки непубличных компаний - относительно непрозрачными, что часто служит причиной переоценки либо недооценки рынком перспектив той или иной сделки на этапе переговоров. Однако этот факт не исключает возможности сравнения результатов исследования эффективности сделок M&A на американском рынке с результатами подобных исследований на российском рынке, если сохраняются тот же стратегический фокус и мотивация участников совершать сделки. В условиях глобализации и возможности доступа иностранных инвесторов на российский фондовый рынок, а российских инвесторов - на иностранный различия в предпочтениях и оценке перспектив того или иного M&A постепенно пропадают, приводя к более или менее гармонизированному консенсусу мнений в отношении того или иного корпоративного события и его влияния на стоимость ценной бумаги анализируемой компании.

Приведенная выше статистика представляет собой отправную точку при оценке стоимости приобретаемой компании в сделках слияния и поглощения российских компаний. Теоретико-

методологическую основу подхода составляет метод дисконтированных денежных потоков, позволяющий инкорпорировать в оценку стоимости компании стоимостное влияние новой информации, релевантной для бизнеса компании. Например, если в процессе всестороннего исследования (Due Diligence) покупатель определил величину риска, связанного с переходом права собственности на актив - возникновение непредвиденных налоговых обязательств, необходимость досрочного погашения долга, привлеченного по привлекательным условиям, - эта величина может быть включена в денежные потоки от приобретаемой компании и, соответственно, учтена при формировании предложения о покупке. Однако существует ряд рисков, и их достаточно много, величину и вероятность реализации которых невозможно достоверно оценить до приобретения, например, титульные риски либо риски невыполнения бизнес-плана. На основе исторических данных по оценке рынком последствий появления подобных рисков можно оценить потенциальную величину ущерба для покупателя и инкорпорировать ее в предложение продавцу, таким образом застраховав себя от непредвиденного падения котировок акций покупателя в будущем. На основе этого подхода может быть разработана комплексная методика поэтапной оценки стоимости публичной компании и может быть обеспечен рост рыночной стоимости для акционеров в рамках процессов инициации и интеграции приобретенной компании в сделках слияния и поглощения.

Согласно глобальному исследованию эволюции методов управления рисками, проведенному международной консалтинговой компанией КПМГ среди крупных российских и иностранных компаний финансового и нефинансового сек-

тора, большинство респондентов признали важность раскрытия информации относительно рисков при стратегическом планировании и принятии решений. Помимо прочего, основными барьерами на пути эффективного управления рисками в иностранных компаниях в числе прочих названы невозможность получения точной оценки рисков и низкая эффективность методики выявления, оценки и управления рисками<sup>10</sup>. Все вышперечисленное подтверждает необходимость совершенствования существующих подходов к оценке стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения и создания системной методики, позволяющей проводить постоянный мониторинг и эффективное управление стоимостью публичной компании - активного участника рынка слияний и поглощений.

<sup>1</sup> Вартевян П. Основные покупатели - крупные компании / КПМГ. 2010. Май. С. 1. URL: <http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/RiRi-Management-Beyond-Bureaucracy.aspx>.

<sup>2</sup> Рынок слияний и поглощений в России в 2010 году и I квартале 2011 года / КПМГ. 2011. Апрель. URL: [http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S\\_MA\\_r.pdf](http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_MA_r.pdf).

<sup>3</sup> По итогам I квартала объем сделок на российском M&A-рынке увеличился в 2,4 раза // Информационное агентство АК&М: [сайт]. URL: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2011/03.htm>.

<sup>4</sup> The adjustment of stock prices to new information / E.F. Fama [et al.] // International Economic Review. 1969. № 10.

<sup>5</sup> Brown S., Warner J. Using daily returns: The case of event studies // J. of Financial Economics. 1985. № 14.

<sup>6</sup> Sudi Sudarsanam. Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective // Financial Times. 2003. С. 90.

<sup>7</sup> Там же.

<sup>8</sup> Первичное публичное размещение возможно в обход российских площадок в случае, когда холдинговая компания, которой принадлежат российские активы, зарегистрирована за пределами Российской Федерации, например на Кипре. В случае если холдинговая компания зарегистрирована в РФ, она обязана минимум 70 % от размещения предложить на российских фондовых площадках.

<sup>9</sup> Loderer C., Martin K. Corporate acquisitions by NYSE and AMEX firms: The experience of a comprehensive sample // Financial Management. 1990. Winter.

<sup>10</sup> Риск-менеджмент: что лежит за пределами бюрократии / КПМГ: [сайт]. [2010]. URL: <http://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Pages/RiRi-Management-Beyond-Bureaucracy.aspx>.

Поступила в редакцию 05.04.2011 г.