ИСТОРИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



Книга 22

ВЕЛИКИЕ СДЕЛКИ
от покупки Аляски
до слияния AOL и Time Warner

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Великие сделки: от покупки Аляски до слияния AOL и Time Warner

https://litres.ru/74741398
SelfPub; 2026

Аннотация

Одни сделки создают империи, другие уничтожают миллиарды. Эта книга рассказывает о покупках, слияниях и поглощениях, которые изменили историю бизнеса. Вы узнаете, как США купили Аляску за 7,2 млн долларов, как собиралась империя U.S. Steel, как работают выкупы компаний на заемные деньги и почему слияние AOL и Time Warner стало одной из самых дорогих ошибок. Мы разберем, что происходит с акциями покупателя и продавца, когда объявляют о сделке. Книга поможет вам разбираться в корпоративных новостях и принимать взвешенные решения.

Содержание

Глава 1. Язык слияний и поглощений 4
Конец ознакомительного фрагмента. 26

Виталий Гурьев Великие сделки: от покупки Аляски до слияния AOL и Time Warner

Глава 1. Язык слияний и поглощений

Представьте себе Марину, главного бухгалтера крупной торговой сети из Самары. Ей тридцать шесть лет, у нее есть брокерский счет, на котором несколько лет лежат акции одной известной российской компании. Однажды утром она открывает новостную ленту и видит заголовок о том, что эту компанию собирается купить более крупный игрок. Марина не понимает, радоваться ей или пугаться, продавать акции или держать, и вообще что означают слова «поглощение», «премия» и «синергия», которые повторяются в каждой заметке.

Теперь представьте Кирилла, двадцатишестилетнего аналитика данных из Новосибирска. Он торгует на бирже активнее Марины и однажды прочитал, что на слухах о сделках можно быстро заработать. Кирилл уже пытался купить акции

компании, о продаже которой писали в нескольких сообществах в мессенджере Max, но сделка так и не состоялась, и бумаги вернулись к прежней цене. Он хочет понять, почему одни сделки заканчиваются успехом, другие срываются, а третьи превращаются в катастрофу для акционеров.

Если вы узнали себя в Марине или в Кирилле, эта книга написана для вас. Мы пройдем путь длиной в полтора века, от покупки Аляски до мегаслияний эпохи интернета, и на каждом шаге будем разбирать, что именно происходило с деньгами, людьми и акциями. Однако прежде чем погружаться в истории, нам нужно договориться о языке. Мир слияний и поглощений полон терминов, которые журналисты используют небрежно, а участники рынка понимают поразному, поэтому эта глава станет нашим словарем и картой одновременно.

Начнем с самого частого словосочетания, которое вы встречаете в новостях: «слияния и поглощения». В английском языке ему соответствует сокращение M&A, от слов mergers and acquisitions, и оно давно стало общепринятым и в русской деловой прессе. Эти два слова пишут вместе так часто, что они кажутся синонимами. На самом деле за ними стоят разные юридические конструкции, и понимание этой разницы поможет вам точнее читать любую корпоративную новость.

Слияние в строгом смысле означает, что две компании объединяются и прекращают существование по отдельности,

а вместо них возникает одно юридическое лицо. В российском Гражданском кодексе такая форма так и называется: реорганизация в форме слияния, при которой из двух обществ рождается третье, а прежние исчезают. Есть и родственная форма, присоединение, когда одна компания вливается в другую и перестает существовать, а вторая сохраняет свое имя и все права. Акционеры исчезающей компании в обоих случаях получают акции объединенного общества по заранее рассчитанному коэффициенту.

Поглощение устроено иначе, потому что компания-цель не обязана исчезать. Покупатель приобретает контрольный пакет акций, и купленная компания продолжает жить как дочернее общество со своим названием, своим балансом и иногда даже со своими биржевыми котировками. Для вас как для акционера это принципиальная разница. При слиянии ваши акции обязательно превратятся во что-то другое, а при поглощении вы можете остаться миноритарием в компании, которой теперь управляет новый хозяин.

Почему же журналисты так часто путают эти слова? Причина в том, что слово «слияние» звучит дружелюбнее и почти всегда используется в пресс-релизах. Руководство компании, которую фактически покупают, предпочитает называть происходящее «слиянием равных», потому что это сохраняет лицо менеджеров и успокаивает сотрудников. В реальности равных слияний почти не бывает: кто-то платит, кто-то получает деньги, кто-то занимает кресло генерально-

го директора, а кто-то уходит в отставку с компенсацией.

Чтобы распознать, кто кого покупает, полезно задать три вопроса. Чьи акционеры получат большую долю в объединенной компании? Кто возглавит совет директоров и исполнительный орган? Название какой компании останется на вывеске и в биржевом тикере? Ответы на эти вопросы обычно показывают реального покупателя гораздо надежнее, чем слова пресс-релиза о партнерстве и общей стратегии.

Следующее, что полезно знать, это логика, по которой компании объединяются. Экономисты выделяют три основных типа сделок, и каждый из них имеет свою причину, свои риски и свою историю. Понимание типа сделки сразу подсказывает вам, на чем покупатель собирается зарабатывать и где его может ждать разочарование. Мы будем встречать все три типа на протяжении книги, поэтому разберем их на понятных примерах.

Горизонтальная сделка объединяет конкурентов, то есть компании, которые продают одинаковый товар одним и тем же покупателям. Представьте, что в вашем городе работают две сети пекарен, и одна покупает другую. Новая сеть может закрыть дублирующие точки, договориться с поставщиками муки о большей скидке и, что особенно важно, поднять цены, потому что конкурентов стало меньше. Именно последний мотив вызывает пристальное внимание антимонопольных ведомств, и большинство громких запретов сделок касается как раз горизонтальных объединений.

Вертикальная сделка соединяет звенья одной производственной цепочки. Если та же сеть пекарен покупает мельницу, которая снабжает ее мукой, или, наоборот, мельница покупает пекарни, чтобы гарантировать сбыт, это вертикальная интеграция. Ее смысл в том, чтобы не зависеть от поставщика или покупателя, сократить расходы на посредников и контролировать качество. Риск же состоит в том, что компания начинает заниматься бизнесом, в котором у нее нет опыта, и мельник вдруг обнаруживает, что не умеет управлять розничными магазинами.

Конгломератная сделка объединяет компании из совершенно разных отраслей, между которыми нет ни общих клиентов, ни общей цепочки поставок. Пекарня, купившая страховую компанию и завод по производству лодок, выглядит странно, однако в определенные десятилетия такие покупки считались вершиной управленческого искусства. Аргументом служила диверсификация: если одна отрасль переживает спад, другая поддерживает общую прибыль. Почему эта логика в итоге дала сбой, мы подробно разберем в главе о конгломератах.

Существуют и промежуточные варианты, которые аналитики иногда называют сделками расширения рынка или продуктовой линейки. Пекарня из Самары может купить пекарню в Казани, чтобы выйти в новый регион, или производитель хлеба может купить производителя печенья, чтобы продавать больше товаров тем же магазинам. Такие сделки нахо-

дятся между горизонтальными и конгломератными. Как правило, они менее рискованны, чем покупка совершенно чужого бизнеса, и вызывают меньше вопросов у регуляторов, чем объединение прямых конкурентов.

Теперь перейдем к вопросу о том, как сделка начинается. Здесь ключевое различие проходит между дружественными и враждебными сделками. Это деление не имеет отношения к личным симпатиям руководителей. Оно отражает простой факт: с кем именно договаривается покупатель и согласен ли совет директоров компании-цели на продажу.

Дружественная сделка начинается с переговоров между покупателем и руководством компании-цели. Стороны подписывают соглашение о конфиденциальности, обмениваются информацией, договариваются о цене, и в итоге совет директоров продающей компании рекомендует своим акционерам принять предложение. Подавляющее большинство сделок в мире проходит именно так, потому что это быстрее, дешевле и предсказуемее. Покупатель получает доступ к внутренней информации, а продавец получает время, чтобы поторговаться и найти альтернативных покупателей.

Враждебная сделка возникает тогда, когда совет директоров отвергает предложение, а покупатель не сдается и обращается напрямую к акционерам. Он может публично объявить, что готов купить их акции по определенной цене, или попытаться заменить несговорчивых директоров на ближайшем собрании. Почему совет директоров вообще может от-

казаться от выгодного для акционеров предложения? Иногда директора искренне считают, что цена занижена и компания стоит дороже, а иногда они просто защищают свои кресла и зарплаты.

Между этими полюсами существует промежуточная форма, которую на Уолл-стрит называют «медвежьими объятиями». Покупатель отправляет совету директоров письмо с щедрым предложением и одновременно делает его публичным. Директорам становится очень трудно отказаться, потому что акционеры видят цену и начинают давить на совет. Эта тактика позволяет оставаться формально в рамках дружественного процесса, но фактически ставит руководство цели в безвыходное положение.

Для частного инвестора важно понимать, что враждебная сделка почти всегда означает борьбу, а борьба часто означает повышение цены. Когда руководство сопротивляется, покупатель вынужден предлагать больше, а иногда на сцене появляются конкурирующие покупатели. Конкретные приемы атаки и обороны, от публичного предложения акционерам до знаменитой «ядовитой пилюли», мы подробно разберем в главе о враждебных поглощениях. Пока достаточно запомнить, что сопротивление совета директоров само по себе не означает, что сделки не будет.

Самое заметное для акционера последствие любой сделки связано с ценой. Покупатель практически никогда не платит за компанию ту цену, по которой ее акции торговались на

бирже накануне объявления. Он платит больше, и эта разница называется премией за контроль. Исторически средняя премия на американском рынке колебалась в районе тридцати процентов, хотя в отдельных сделках она доходила до ста процентов и выше, а в других составляла всего несколько процентов.

Почему же покупатель добровольно готов переплачивать? Давайте разберем это на бытовом примере. Представьте многоквартирный дом, в котором вы владеете одной квартирой из ста, и ее рыночная цена составляет десять миллионов рублей. Девелопер хочет снести дом и построить на его месте бизнес-центр, и для этого ему нужны все квартиры без исключения. Каждая квартира для него стоит намного больше, чем для обычного покупателя, потому что только собрав их все, он получает право распоряжаться участком.

С компаниями происходит то же самое. Биржевая цена акции отражает стоимость маленькой доли, владелец которой не может влиять на стратегию, назначать руководство, распоряжаться денежным потоком или продавать активы. Контрольный пакет дает все эти права, и потому он стоит дороже простой суммы мелких долей. Премия за контроль является платой именно за власть над бизнесом, а не только за его прибыль.

Есть и вторая причина премии, более прозаическая. Акционеры не продадут свои бумаги дешевле, чем они стоят на рынке, а многие не продадут и по рыночной цене, потому

что купили их когда-то дороже или верят в будущий рост. Чтобы собрать достаточно акций, покупатель должен предложить цену, которая убедит даже сомневающихся. Премия в этом смысле работает как стимул, побуждающий акционеров расстаться с бумагами.

Возникает закономерный вопрос: откуда покупатель возьмет деньги, чтобы оправдать эту переплату? Если компания стоила на бирже сто миллиардов рублей, а за нее заплатили сто тридцать, то тридцать миллиардов должны каким-то образом вернуться. Ответ, который звучит почти в каждом пресс-релизе, заключается в слове «синергия». Этим словом обозначают дополнительную стоимость, которая возникает только благодаря объединению и которой не было бы у компаний по отдельности.

Синергию обычно делят на два вида. Первая, синергия затрат, связана с экономией: объединенная компания закрывает дублирующие офисы, сокращает лишний персонал, объединяет закупки и получает от поставщиков лучшие условия. Вторая, синергия выручки, связана с ростом продаж: компания продает продукты одного партнера клиентам другого, выходит на новые рынки, использует общий бренд. На бумаге обе выглядят убедительно, однако на практике они ведут себя очень по-разному.

Синергия затрат гораздо надежнее, потому что она находится под контролем менеджмента. Если две сети пекарен объединились, закрыть один из двух бухгалтерских отделов

можно приказом, и экономия появится в отчетности уже через год. Синергия выручки зависит от поведения клиентов, конкурентов и рынка, которыми менеджмент не управляет. Клиенты могут не захотеть покупать у объединенной компании, конкуренты могут снизить цены, а продуктовые линейки могут оказаться несовместимыми.

Опытные аналитики поэтому относятся к обещаниям синергии выручки с большой осторожностью. Если в пресс-релизе написано, что компания рассчитывает сэкономить десять миллиардов рублей в год за счет оптимизации расходов, к этой цифре стоит отнестись серьезно, хотя и ее реализация часто занимает больше времени, чем обещано. Если же говорится о «перекрестных продажах» и «новых возможностях роста» без конкретных цифр, это скорее маркетинговый текст. Одна из самых дорогих историй в нашей книге, история AOL и Time Warner, построена именно на синергии выручки, которая так и не появилась.

Есть простое правило, которое поможет вам оценить разумность сделки. Сравните размер премии с тем, сколько стоит обещанная синергия, если пересчитать ее в стоимость бизнеса. Если покупатель заплатил премию в тридцать миллиардов, а ежегодная экономия составит три миллиарда, то для возврата переплаты понадобится около десяти лет, и это еще без учета затрат на интеграцию. Когда премия заметно превышает реалистичную оценку синергии, покупатель по сути передает свои деньги акционерам продавца.

Прежде чем сделка появится в новостях, над ней долгие месяцы работает целая армия профессионалов. Их роли полезно понимать, потому что интересы этих людей не всегда совпадают с интересами акционеров. Центральные фигуры процесса — инвестиционные банкиры, юристы и аудиторы, хотя к ним часто присоединяются консультанты по стратегии, специалисты по связям с общественностью и налоговые советники.

Инвестиционные банкиры выступают организаторами и советниками. Банкир покупателя помогает найти цель, оценить ее, выстроить структуру сделки и организовать финансирование. Банкир продавца ищет покупателей, проводит аукцион и пытается выжать максимальную цену. Оба готовят так называемое заключение о справедливости цены, документ, в котором подтверждают совету директоров, что условия сделки разумны с финансовой точки зрения.

Важно понимать, как банкиры зарабатывают. Основная часть их вознаграждения выплачивается в виде процента от суммы сделки и только при условии, что сделка состоялась. Исторически на Уолл-стрит существовала так называемая формула Lehman: пять процентов с первого миллиона долларов, четыре со второго, три с третьего, два с четвертого и один процент со всего, что выше. В крупных современных сделках ставки намного ниже, обычно доли процента, однако при сделке на десятки миллиардов долларов даже такая доля превращается в десятки миллионов.

Отсюда возникает очевидный конфликт интересов. Банкир, получающий деньги только при закрытии сделки, всегда заинтересован в том, чтобы она состоялась, даже если для акционеров покупателя лучше было бы отказаться. Уоррен Баффет однажды язвительно заметил, что никогда не стоит спрашивать парикмахера, нужна ли вам стрижка. Именно поэтому заключения о справедливости цены, подготовленные банками, которые одновременно получают вознаграждение за успех, рынок давно воспринимает со скепсисом.

Юристы занимаются тем, что можно назвать архитектурой сделки. Они составляют договор купли-продажи, который может занимать сотни страниц, прописывают заверения и гарантии продавца, условия, при которых покупатель может отказаться от сделки, и процедуры получения одобрений регуляторов. Юристы также отвечают за соблюдение закона о раскрытии информации, ведь любое неосторожное слово до официального объявления может обернуться обвинением в манипулировании рынком. Их вознаграждение обычно почасовое, но в крупных сделках счета юридических фирм также исчисляются десятками миллионов долларов.

Аудиторы и консультанты по сделкам проверяют финансовое состояние цели. Именно здесь начинается один из самых важных и наименее заметных публике этапов, который называется комплексной проверкой, или due diligence. Буквально это английское выражение означает «должная осмотрительность». Речь идет о том, чтобы покупатель изучил

компанию настолько глубоко, чтобы потом не мог сказать, что его обманули.

Чтобы понять смысл комплексной проверки, вспомните, как вы покупаете подержанный автомобиль. Вы смотрите на кузов, проверяете пробег, просите показать документы о ремонтах, может быть, загоняете машину на подъемник в знакомый автосервис. Покупатель компании делает то же самое, только масштаб несравнимо больше. Он изучает финансовую отчетность за несколько лет, налоговые декларации, договоры с крупнейшими клиентами и поставщиками, судебные споры, права на интеллектуальную собственность, экологические риски, трудовые договоры с ключевыми сотрудниками.

Для этого продавец открывает так называемую комнату данных. Раньше это действительно была комната, заставленная коробками с документами, куда команды покупателя приходили по расписанию. Сегодня это защищенный онлайн-ресурс, на котором размещаются десятки тысяч файлов. Каждое открытие документа фиксируется, и продавец видит, какие разделы интересуют покупателя больше всего, а это само по себе многое говорит о его намерениях.

Что именно ищет покупатель в этих тысячах файлов? Прежде всего, скрытые обязательства, которые не видны в отчетности: незарегистрированные долги, гарантии по чужим кредитам, будущие судебные иски, экологический ущерб, который придется устранять. Затем он проверяет ка-

чество прибыли, то есть выясняет, насколько стабильны доходы и не раздуты ли они разовыми сделками или агрессивным учетом. Наконец, он оценивает зависимость бизнеса от отдельных людей, клиентов или лицензий, потеря которых может обрушить стоимость.

Многие провальные сделки, о которых мы будем говорить, провалились именно потому, что комплексная проверка была проведена поспешно или ее выводы проигнорировали. В разгар конкуренции за актив покупатели часто сокращают сроки проверки, боясь упустить сделку. Желание победить в аукционе оказывается сильнее желания понять, что именно покупается. Позже, когда в купленной компании обнаруживаются неприятные сюрпризы, вернуть деньги бывает уже невозможно.

Теперь соберем все этапы вместе и пройдем путь сделки от первого звонка до закрытия. Этот путь может занять от нескольких недель до нескольких лет, однако его последовательность почти всегда одинакова. Понимая, на каком этапе находится сделка, вы сможете оценить, насколько велика вероятность того, что она завершится. Именно эту вероятность рынок постоянно пересчитывает, и от нее зависит цена акций.

Все начинается с неформального контакта. Генеральный директор покупателя звонит коллеге или встречается с ним на отраслевой конференции, иногда инициатива исходит от банкиров, которые приносят идею сделки. Если интерес вза-

имный, стороны подписывают соглашение о конфиденциальности, которое запрещает использовать полученную информацию в других целях. После этого покупатель получает первые данные о компании и может сделать предварительную оценку.

Следующий шаг — документ, который на рынке называют term sheet, или протоколом о намерениях. В нем стороны фиксируют ключевые условия: примерную цену, форму оплаты, структуру сделки, сроки, основные условия завершения. Как правило, этот документ не является юридически обязывающим, за исключением положений о конфиденциальности и об эксклюзивности. Эксклюзивность означает, что продавец в течение определенного срока не будет вести переговоры с другими покупателями.

Затем наступает этап комплексной проверки и переговоров по окончательному договору. Именно на этом этапе сделки чаще всего срываются, потому что покупатель находит в документах что-то неприятное или стороны не могут договориться о деталях. Если все проходит успешно, советы директоров обеих компаний одобряют сделку, стороны подписывают окончательное соглашение и публично объявляют о нем. Для публики это момент рождения сделки, хотя для ее участников за ним стоят месяцы работы.

Объявление, однако, еще не означает завершения. Между подписанием и закрытием сделка должна пройти через несколько фильтров. Акционеры одной, а иногда и обеих

компаний голосуют за нее на собрании. Антимонопольные органы проверяют, не навредит ли объединение конкуренции. В регулируемых отраслях, таких как банки, телекоммуникации или оборона, требуются дополнительные разрешения профильных ведомств.

Каждый из этих фильтров может занять месяцы. Антимонопольная проверка крупной сделки, которая затрагивает рынки нескольких стран, иногда длится больше года, потому что согласие нужно получить от регуляторов в Вашингтоне, Брюсселе, Пекине и других столицах. Регулятор может одобрить сделку без условий, одобрить ее при условии продажи части бизнеса или запретить. В самых жестких случаях покупатель сам отказывается от сделки, не дожидаясь запрета.

Наконец, наступает долгожданный день закрытия сделки. В этот день деньги или акции переходят к продавцам, покупатель получает контроль, а купленная компания, если это было слияние, исчезает с биржи. После закрытия начинается этап, который часто оказывается самым трудным и самым недооцененным, — интеграция. Нужно объединить информационные системы, бухгалтерию, продажи, корпоративную культуру, а самое главное — людей, которые еще вчера работали в разных компаниях и часто конкурировали.

Теперь, когда мы разобрали анатомию отдельной сделки, взглянем на картину сверху. Если посмотреть на количество и объем слияний за последние сто тридцать лет, становится видно, что они происходят не равномерно, а волнами. Пери-

оды бурной активности сменяются годами затишья, и каждая волна имеет свой характер, своих героев и свои излюбленные типы сделок. Историки бизнеса чаще всего выделяют шесть таких волн, хотя некоторые исследователи добавляют седьмую, начавшуюся в 2010-х годах.

Первая волна пришлась на рубеж XIX и XX веков, примерно с середины 1890-х до 1904 года. Ее главным содержанием были горизонтальные слияния, которые создавали монополии в стали, нефти, табаке и железных дорогах. Вторая волна поднялась в 1920-х годах и закончилась крахом 1929 года, и ее отличали вертикальные объединения и создание олигополий, в которых рынок делили несколько крупных игроков. Третья волна, во второй половине 1960-х годов, стала эпохой конгломератов, скупавших компании из самых разных отраслей.

Четвертая волна прокатилась в 1980-х годах. Ее символами стали враждебные поглощения, корпоративные рейдеры и выкупы компаний на заемные деньги. Пятая волна пришлась на вторую половину 1990-х годов и закончилась вместе с пузырем доткомов: в эти годы заключались мегасделки стоимостью в десятки и сотни миллиардов долларов, а слияния стали по-настоящему глобальными. Шестая волна поднялась в середине 2000-х годов на дешевых кредитах и оборвалась вместе с финансовым кризисом 2008 года.

Что же запускает каждую новую волну? Исследователи обычно называют несколько общих условий. Во-первых, ну-

жен экономический подъем и рост фондового рынка, потому что дорогие акции служат удобной валютой для покупок, а уверенные в себе менеджеры охотнее идут на риск. Во-вторых, нужен доступ к дешевым деньгам, будь то кредиты банков или облигации. В-третьих, нужен толчок, меняющий правила игры: новая технология, новый закон или отмена старого ограничения.

Важно, что волны заканчиваются почти всегда одинаково. На пике цикла цены на компании становятся максимальными, покупатели платят все большие премии, а проверка становится все менее тщательной. Затем наступает кризис, акции падают, кредит дорожает, и многие сделки, заключенные на вершине, превращаются в многомиллиардные убытки. Для частного инвестора отсюда следует полезный вывод: если вы видите, что крупные сделки заключаются одна за другой и каждая следующая дороже предыдущей, это может быть признаком перегретого рынка.

Остался последний, возможно, самый неудобный вопрос этой главы. Зачем руководители компаний вообще заключают сделки? Официальный ответ всегда один: чтобы создать стоимость для акционеров. Однако экономисты давно заметили, что значительная доля сделок не приносит покупателю никакой выгоды, а многие ее уничтожают. Значит, у менеджеров есть и другие мотивы, о которых в пресс-релизах не пишут.

Первый такой мотив — простое стремление к росту ра-

ди роста. Вознаграждение руководителей крупных компаний исторически было тесно связано с размером компании, а не только с ее прибыльностью. Директор компании с выручкой в триллион рублей получает больше, обладает большим влиянием и пользуется большим уважением, чем директор компании с выручкой в сто миллиардов. Самый быстрый способ увеличить размер компании — не наращивать продажи годами, а купить другую компанию.

Второй мотив связан с тем, что можно назвать гордыней. В 1986 году американский экономист Ричард Ролл опубликовал работу, в которой предложил так называемую гипотезу самонадеянности. Ее суть проста: руководители покупающих компаний переоценивают свою способность управлять чужим бизнесом и извлечь из него больше, чем рынок. Каждый из них искренне верит, что именно его сделка будет удачной, хотя статистика говорит об обратном.

Третий мотив сформулировал в том же 1986 году экономист Майкл Дженсен, заговорив о проблеме свободного денежного потока. Когда у зрелой компании накапливается много денег, которые некуда вложить с высокой отдачей в собственном бизнесе, правильнее всего было бы вернуть их акционерам через дивиденды. Однако менеджерам не хочется уменьшать подконтрольные им ресурсы. Вместо этого они тратят деньги на покупки, которые увеличивают империю, но снижают доходность капитала.

Есть и более тонкие мотивы. Руководитель может боять-

ся, что если его компания не будет покупать, ее купят саму, и тогда он потеряет работу. Иногда сделка служит защитой от поглощения: компания становится настолько большой и сложной, что ее трудно переварить. Бывает и стадный эффект: если все конкуренты объединяются, директора чувствуют давление акционеров и прессы, которые спрашивают, почему компания стоит в стороне.

Понимание этих мотивов не означает, что любая сделка плоха. Многие объединения в истории создали огромную стоимость, и мы разберем немало таких примеров. Однако каждый раз, читая новость о покупке, полезно спросить себя, что движет руководством покупателя: трезвый расчет, основанный на реальной синергии, или желание построить империю. Ответ на этот вопрос часто оказывается важнее, чем любые цифры в презентации.

Прежде чем закончить эту главу, разберем несколько типичных ошибок, которые совершают начинающие инвесторы, впервые сталкиваясь с новостями о сделках. Эти ошибки повторяются так часто, что их полезно знать заранее, еще до того, как вы прочитаете истории конкретных слияний. Каждая из них связана с неправильным пониманием одного из терминов, которые мы только что разобрали.

Первая ошибка состоит в том, чтобы воспринимать слово «слияние» буквально и верить, что две компании объединяются на равных. Инвестор, держащий акции компании, которую на самом деле поглощают, может решить, что его доля

в новом гиганте будет столь же весомой, как прежде. Позже он с удивлением обнаруживает, что все ключевые решения принимает руководство другой стороны, а его бывшая компания превратилась в одно из подразделений. Чтение условий сделки, а не заголовка, избавляет от этой иллюзии.

Вторая ошибка связана с размером премии. Многие считают, что чем больше покупатель заплатил сверх рыночной цены, тем удачнее сделка, ведь это говорит о высокой ценности приобретения. На самом деле для акционеров продавца большая премия действительно хороша, а вот для акционеров покупателя она часто означает, что их деньги переданы чужим людям. Если вы держите акции покупающей компании, щедрая премия должна вас скорее насторожить, чем обрадовать.

Третья ошибка заключается в доверии к цифрам синергии без проверки их происхождения. Представьте, что компания объявляет о покупке и обещает синергию в пятьдесят миллиардов рублей, но сорок из них приходятся на будущий рост продаж. Неопытный инвестор складывает все цифры и радуется, тогда как опытный сразу отделяет экономию на расходах от надежд на выручку. Лучше заранее мысленно уменьшить обещанную синергию выручки вдвое, чем потом разочароваться в отчетности.

Четвертая ошибка — игнорировать этап, на котором находится сделка. Новость о переговорах, новость о подписании соглашения и новость о получении всех одобрений озна-

чают совершенно разные шансы на завершение. Слух в сообществах мессенджера может не иметь под собой ничего, кроме фантазии автора, тогда как подписанный договор с одобрением регуляторов практически гарантирует закрытие. Покупая акции на любой из этих стадий, вы платите за разную вероятность, и об этом нельзя забывать.

Вернемся к Марине и Кириллу. Теперь Марина знает, что если ее компанию покупают, в цене предложения, скорее всего, заложена премия за контроль, и ей стоит внимательно посмотреть, слияние это или поглощение, чтобы понять, что станет с ее акциями. Кирилл понимает, что сделка проходит длинный путь от слухов до закрытия, и на каждом этапе она может сорваться, а значит, покупать акции на слухах означает делать ставку с неизвестной вероятностью. Обоим стоит запомнить, что за красивыми словами о синергии часто скрываются вполне человеческие мотивы руководителей.

Мы начинаем наше путешествие не с биржевых сделок, а с покупки, в которой продавцом и покупателем выступали целые государства. Сделка, о которой пойдет речь в следующей главе, казалась современникам безумной тратой денег, а через несколько десятилетий превратилась в одну из самых выгодных покупок в истории. На ее примере мы впервые увидим, как трудно оценить актив, ценность которого раскроется только в будущем.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.