

«Проклятие победителя»: ошибки слияний

Публикуется с согласия редакции «Вестника McKinsey». Статья вышла в шестом номере журнала.

Полностью номер можно прочитать на сайте www.vestnikmckinsey.ru

Очень немногие компании получают от слияний и поглощений то, что ожидают, отчасти потому, что переоценивают величину синергетических эффектов. Еще меньше тех, которые сравнивают реальные и прогнозировавшиеся результаты. И совершенно напрасно. Систематически анализируя накопленный в процессе слияния опыт, топ-менеджеры в следующий раз избавят свои компании от лишних трат и несбыточных ожиданий.

Это называют «проклятием победителя». При слиянии компаний большая часть создаваемой акционерной стоимости как правило достается не покупателю, а продавцу. Покупатель отдает продавцу всю дополнительную стоимость, которая образуется в результате слияния или поглощения, в виде премии — она составляет от 10 до 35% рыночной стоимости приобретаемой компании до объявления сделки. Факт этот сам по себе хорошо известен, но причины его исследованы пока мало¹.

Изучая интеграционные процессы в объединяющихся компаниях, мы выявили основную причину «проклятия победителя»: средний покупатель переоценивает синергетические эффекты, создаваемые в результате слияния². Синергетические эффекты могут появиться в результате экономии на масштабах, внедрения в объединенной компании самых передовых методов работы, появления новых возможностей, освоения специфических навыков объединившихся предприятий и, нередко, возникновения стимулирующего эффекта, который слияние оказывает на обе компании по отдельности.

Но достаточно небольшой ошибки в оценке этого потенциала, и, несмотря на все усилия, тут же начнутся проблемы.

Понятно, что покупатель действует в условиях острого дефицита информации. Чаще всего ему приходится оценивать возможные синергетические эффекты и ставить цели, зная совсем немного о приобретаемой компании; ограничен его доступ к ее

менеджерам, поставщикам, основным партнерам и клиентам. Сказывается и недостаток опыта в проведении подобных сделок. Однако мало кто даже из регулярно поглощающих компаний тщательно анализирует данные по прошлым сделкам и в результате делает адекватные заключения по будущим. Внешние консультанты по сделке (обычно в этой роли выступают инвестиционные банки) тоже редко детально изучают возможности создания синергетических эффектов, которые поэтому трудно более—менее точно оценить до начала сделки. Еще реже внешние консультанты участвуют в интеграционных мероприятиях после слияния, когда упрямая действительность начинает противоречить предварительным прогнозам.

Уроки слияния

Для решения этой проблемы мы, на основе нашего обширного опыта работы с разными типами сделок в разных отраслях и регионах, решили создать базу данных предполагаемых и реализованных синергетических эффектов³. Изучив к настоящему времени данные по 160 слияниям, мы считаем, что руководители компаний могут достичь желаемых синергетических эффектов при слияниях, если учтут наши рекомендации.

Для начала руководителям следует критически оценить предполагаемые синергетические эффекты — слишком часто их величина оказывается завышенной, — а также возможные издержки и негативные эффекты объединения, такие как потеря клиентов или трудности введения единого стандарта обслуживания клиентов в объединяющихся компаниях: вероятно, объем единовременных издержек при слиянии окажется гораздо больше. Кроме того, стоит проверить, соответствуют ли действительности ваши представления об уровне цен и доступной доле рынка, более трезво оценить, сколько времени понадобится для реализации синергий, и научиться эффективнее использовать сравнительные показатели для сокращения издержек. Особое внимание нужно уделить подбору команды, проводящей слияние: в нее должны войти профессионалы, способные благодаря своим знаниям восполнить недостаток информации. Перечисленные ниже рекомендации помогут покупателям не получить «проклятие победителя» и удачно провести сделку.

Не ожидайте слишком больших синергетических эффектов

На Уолл—стрит справедливо считают, что при заключении сделок не следует платить за ожидаемый синергетический эффект роста доходов. Именно при оценке величины роста доходов в результате объединения обычно и ошибаются покупатели. А ведь на ожиданиях именно этого эффекта основываются многие категории сделок, например когда ставится цель получить доступ к клиентам, каналам по - ставок или региональному рынку приобретаемой компании. Почти в 70% случаев, учтенных в нашей базе данных, слияния не привели к желаемой синергии доходов (см. схему 1).

Схема 1. Неудачные слияния

Компании (всего — 77), %



Реальное увеличение доходов по сравнению с предполагаемым, %

Компании (всего — 92), %



Реальное снижение издержек по сравнению с предполагаемым, %