



# Снижая риски переговоров о слиянии

Эрик ван Окенбург, Сераф де Смедт,  
Винченцо Торторичи

*На самых ранних стадиях переговоров о слиянии или поглощении большую помощь их участникам может оказать команда независимых экспертов — они объективно оценят целесообразность сделки и обеспечат защиту конфиденциальной информации.*

**Каждый руководитель знает,** сколь высоки бывают ставки в игре под названием «переговоры о слиянии или поглощении».

Конфликт интересов может возникнуть еще до начала формальных переговоров, когда представители компаний только начнут наводить мосты, лишь намекнув друг другу на возможность слияния. На кону стоят жизненно важные вопросы. Кто и сколько выиграет в результате сделки? Кто будет управлять новой компанией, возникшей в результате слияния или поглощения? Какие рамки устанавливает закон для потенциальных партнеров? Более того, инициаторы сделки отлично понимают, что, если она сорвется, сегодняшние партнеры завтра превратятся в отлично информированных конкурентов.

Напряжение обычно нарастает по мере того, как обе стороны тратят все больше времени и средств на услуги консультантов. Чем сильнее затягиваются переговоры, тем больше хочется их участникам завершить

Эрик ван Окенбург (Erik van Ockenburg) — младший партнер McKinsey, Брюссель  
Сераф де Смедт (Seraf De Smedt) — консультант McKinsey, Брюссель  
Винченцо Торторичи (Vincenzo Tortorici) — партнер McKinsey, Милан

делку — хотя бы для того, чтобы не чувствовать себя неудачниками из-за неспособности довести дело до конца. В это время связанные со сделкой издержки растут, а возможности компании реализовать синергетические эффекты тают на глазах и иногда бесследно исчезают.

Чтобы упростить переговорный процесс, некоторые компании уже на ранних стадиях переговоров о возможном слиянии, поглощении или создании совместного предприятия используют прием, который обычно применяется уже на стадии интеграции, — они привлекают к переговорам независимую команду экспертов. Специалисты, излагая непредвзятое и объективное мнение руководителям компаний, помогают им грамотно вести переговоры. Команда может детально проанализировать различные аспекты предполагаемой сделки — самостоятельно стороны вряд ли выполнят эту задачу с необходимой тщательностью и точностью. Наш опыт показывает, что привлекать независимую команду особенно полезно в нескольких случаях: когда речь идет о слиянии равных компаний, об образовании стратегических альянсов или совместных предприятий в отраслях, находящихся под пристальным вниманием регулирующих органов, или о сделках, в которых участвуют больше двух компаний, и т.д.

Один из главных плюсов независимой команды (в тех случаях, когда ее использование вообще целесообразно) — то, что, имея доступ к конфиденциальной информации всех сторон, она может представить руководителям компаний — участников переговоров полную картину потенциальных выгод консолидации, причем задолго до того, как они возьмут на себя официальные обязательства или раскроют друг другу информацию обо всех деталях своего бизнеса. Независимые эксперты

---

**Независимая команда способна представить компаниям полную картину выгод консолидации**

---

часто помогают компаниям быстрее согласовать условия сделки, откладывая на самый конец обсуждение спорных вопросов, неизбежных при переговорах (они возникают, например, когда одна сторона полагает, что другая получит

в итоге больше выгод), и, наоборот, привлекая внимание участников к взаимной выгоде. Анализ, проведенный независимой командой для металлургических компаний Arbed, Aceralia и Usinor, стал «серьезным обоснованием целесообразности объединения» — так считает Ги Долле, председатель правления и генеральный директор металлургического гиганта Arcelor, образовавшегося в результате слияния. «Когда переговоры зашли в тупик, — говорит он, — именно результаты аналитической работы экспертов заставили нас трезво оценить свое положение».

## Устанавливая правила

Команда экспертов, как третья — нейтральная — сторона, имеет доступ к конфиденциальной информации каждого из участников переговоров и поэтому может на самой ранней стадии оценить целесообразность сделки, подготовить единый бизнес-план новой хозяйственной единицы, оценить вероятные масштабы синергетических эффектов и в целом оказать всемерную помощь переговорному процессу. Участники переговоров не обмениваются друг с другом конфиденциальной информацией, которой в обычных обстоятельствах не могут или не хотят делиться из-за внутренних инструкций или опасения, что она попадет в руки конкурентов. Вместо этого стороны передают такого рода сведения экспертам, а те уже анализируют их и составляют отчет в таком виде, чтобы его без всякого риска можно было представить руководству всех вовлеченных компаний. Чтобы выполнить эти задачи, а заодно предусмотреть максимально щадящие варианты выхода из переговоров, эксперты должны работать в строгом соответствии с правилами, признанными всеми заинтересованными сторонами (см. врезку «Независимая команда: правила игры» на с. 56).

Трудно переоценить важность следования установленным правилам, особенно когда компании стремятся найти максимально выгодное для себя решение за счет согласования позиций и им необходимо объективное независимое суждение, которое подтвердило бы возможность такого решения. Например, в самом начале переговоров о создании совместного предприятия между двумя логистическими компаниями независимая команда помогла участникам согласовать правила формирования трансфертных цен, и разногласий по этому поводу на последующих стадиях обсуждения уже не возникло. Иначе вопрос о трансфертных ценах позже обязательно вызвал бы жаркие споры. Вероятно даже, что из-за этого сделка вообще не состоялась бы.

Согласование правил и контроль за их соблюдением, а также достижение сторонами единого мнения относительно бизнес-планов — две главные задачи независимой команды экспертов.

## Адаптивный подход

Как правило, команда экспертов оказывает поддержку сторонам на трех стадиях переговоров, предшествующих заключению сделки. Учитывая сложность сделок по слиянию и поглощению и давление, которое постоянно испытывают участники переговоров, лучше всего иметь дело с одной и той же командой экспертов. На первой стадии члены команды помогают сторонам изучить основные особенности предполагаемой сделки (например, это делается по результатам

обсуждений с главами участвующих компаний). В этот момент эксперты главным образом оценивают стратегические выгоды предполагаемой сделки, основываясь на конфиденциальной информации, предоставленной сторонами. Если их выводы убеждают компании в целесообразности объединения, то переговорный процесс

---

## Независимая команда: правила игры

Создание независимой команды экспертов требует тщательной подготовки. Стороны должны прийти к единому мнению относительно условий работы экспертов и дальнейшей судьбы ее членов в случае срыва сделки. Кроме того, очень важно структурировать команду таким образом, чтобы баланс интересов не изменился в пользу одной из сторон.

Команда экспертов не делится конфиденциальной информацией с участниками переговоров, а использует ее только для подготовки рекомендаций и оценок, которые предоставляются сторонам, и при этом тщательно фиксирует, что, когда и кому было сообщено. В случае возникновения сомнений в целесообразности раскрытия той или иной информации команда всегда получает согласие сторон либо их юридических советников.

В самом начале переговорного процесса стороны должны четко понять, чего они ждут от работы команды. Конкретные детали (методология анализа и агрегирования данных, определения, допущения и правила принятия решений) необходимо согласовать со структурой, осуществляющей управление независимой командой: как правило, это комитет, в который входят представители руководства каждой компании. Стороны должны заключить с участвующими в переговорах компаниями соглашение о конфиденциальности информации, определить уровень раскрытия информации, в том числе принципы обращения с данными и прошлые связи внешних советников.

Если для работы с конфиденциальной информацией необходимо выделить специальное помещение, то сторонам следует сообща выработать принципы работы независимой команды и принять кодекс поведения всех участников переговорного процесса, удовлетворяющий требованиям законодательства. Все документы необходимо хранить в запечатанном кабинете, и только члены команды экспертов должны иметь право входить в помещение, где находятся документы, содержащие конфиденциальную информацию. Обязательно нужно составить описание каждого документа с указанием конкретного места его хранения и запретить изготовление копий.

Разумеется, руководители компаний должны участвовать в переговорном процессе, но сотрудники компаний не могут быть членами экспертной команды, которая работает на этапе, предшествующем сделке, — в таком случае нарушается

набирает обороты и стороны подписывают ни к чему их не обязывающий протокол о намерениях. На второй стадии команда экспертов продолжает готовить детальное экономическое обоснование сделки для финальной фазы переговоров. Наконец, на третьей стадии, когда стороны переходят к рассмотрению неизбежных для такого рода

основополагающий принцип нейтральности. Представители компаний входят в состав команды, создаваемой для оказания поддержки во время интеграционного процесса, то есть после объявления о подписании сделки. Часто это люди, которые недавно вышли на пенсию или собираются вскоре это сделать, либо сотрудники, которых в случае провала переговоров компании могут перевести в другие бизнес-единицы.

Стороны также должны выработать единый подход в отношении дальнейшей судьбы членов команды экспертов (как своих сотрудников, так и внешних консультантов) в случае срыва сделки. Согласно распространенной практике члены команды экспертов в течение какого-то времени после завершения переговоров (обычно двух лет) не имеют права работать ни в одной из компаний, участвовавших в переговорах, по крайней мере в подразделениях, непосредственно взаимодействовавших с командой.

Эксперты, работающие на начальных стадиях переговорного процесса, не участвуют в обсуждении и урегулировании спорных вопросов, в которых каждая сторона стремится отстоять свои интересы, например вопроса о принципах разделения стоимости синергетических эффектов. Команда экспертов лишь констатирует факт существования таких спорных вопросов и сообщает об этом совместному управляющему комитету, чтобы затем их обсуждали непосредственно за столом переговоров. Эта проблема, как правило, не возникает перед командами экспертов, которые работают на интеграционной стадии, поскольку в этот период стороны заинтересованы исключительно в максимизации стоимости новой компании или совместного предприятия.

Наконец, чтобы обеспечить полную беспристрастность команды экспертов, стороны должны поровну оплачивать ее услуги.



сделок спорных вопросов, роль экспертов становится менее заметной, но при этом они по-прежнему активно содействуют переговорам как независимые посредники, предоставляя ответы на вопросы, касающиеся деталей экономического обоснования сделки.

### Подтверждение целесообразности сделки

Если компании не прибегают к услугам независимой команды, то зачастую проблема обоснованности сделки обсуждается лишь в самом общем виде на неформальных встречах гендиректоров и других топ-менеджеров. Но у руководителей компаний обычно не хватает времени, чтобы как следует изучить конкретные детали сделки, а это очень опасно. Когда никто из них лично не несет

ответственности за успешное завершение переговоров, весь процесс растягивается на неопределенное время либо, наоборот, переговоры слишком быстро переходят к финальной стадии. Но в любом случае данные, имеющие отношение

---

### Привлечение независимой команды особенно целесообразно, когда речь идет о слиянии равных компаний

---

к начальной, исключительно важной стадии, зачастую неконкретны и неполны, поэтому позже приходится тратить драгоценное время на дополнительное изучение тех или иных вопросов. Иногда серьезные проблемы всплывают именно на последних стадиях переговоров. В лучшем случае из-за этого может затормозиться весь процесс, в худшем — сорваться сделка.

Когда компании обращаются за помощью к экспертам, они знают, что будущая сделка будет всесторонне проанализирована и они еще во время переговоров получают полное представление о самых важных вопросах и проблемах. Кроме того, в таких случаях процесс изучения различных аспектов предстоящей сделки становится более формализованным. Как правило, благодаря формализации даже на этой ранней стадии переговоров, когда сделка уже признана целесообразной, с обеих сторон появляются активисты, заинтересованные в ее завершении.

Независимая команда экспертов, которая консультировала логистические компании, используя доступ к конфиденциальной информации, смогла подсчитать все связанные со сделкой издержки, весьма точно оценить синергетический эффект и подтвердить потенциальным партнерам по соглашению, что, разрабатывая свои бизнес-планы, они исходили из одних и тех же предполагаемых результатов реструктуризации.

## Концентрируя внимание на едином бизнес–плане

При обычных переговорах о слиянии или поглощении стороны, как правило, создают совместную группу для разработки бизнес–плана объединенной компании. Но, по нашим наблюдениям, у нее обычно уходит очень много времени на согласование процедурных вопросов — формата бизнес–плана, методологии и исходных условий оценки (например, нормы износа оборудования) и даже будущих должностей отдельных руководителей. Эти второстепенные вопросы неизбежно уводят переговоры далеко от главной задачи — разработки бизнес–плана для новой компании.

Команда экспертов, напротив, с самого начала взаимодействуя со сторонами, формулирует правила, соблюдение которых не только позволило бы защитить конфиденциальную информацию и гарантировать равное положение сторон, но и заставило бы участников сконцентрироваться на первоочередных задачах, обеспечило бы прозрачность переговорного процесса и предотвратило попытки менеджеров «продать» свои личные интересы. Утверждение таких правил позволяет экспертам быстро договориться по второстепенным вопросам или вообще исключить их из обсуждения. Кроме того, жесткое следование правилам укрепляет доверие сторон друг к другу и к экспертам. В результате стороны и эксперты могут вместе согласовывать исходные условия анализа и разрабатывать качественный бизнес–план.

Два европейских банка почти год вели переговоры по широкому кругу вопросов, но в какой–то момент дело застопорилось из–за разногласий сторон о структуре сложной сделки и стоимости объединяющихся компаний. Срыв сделки обернулся бы огромными потерями времени, денег и усилий. Поняв это, стороны создали команду экспертов, чтобы она вернула переговоры в рабочее русло. Команда, возглавляемая общим управляющим комитетом, убедила руководителей компаний прекратить обсуждение самых сложных вопросов структуры сделки и вместо этого сосредоточиться на анализе преимуществ и вероятных последствий сделки. В результате стороны достигли принципиального согласия через три месяца, а еще через полгода сделка была полностью завершена.

## Поддержка переговорного процесса

Хотя без достижения согласия и стремления к обоюдной выгоде невозможно разработать общий бизнес–план, на третьей, последней стадии переговоров неизбежно возникают вопросы, решить которые без ущемления интересов одной из сторон невозможно. Классический



пример — проблема разделения стоимости от предполагаемых синергетических эффектов, определенных и количественно оцененных на первой и второй стадиях переговоров между объединяющимися компаниями. Решить такого рода проблему могут лишь сами компании совместными усилиями — в этом случае команда экспертов как нейтральный посредник не имеет права принимать чью-либо сторону.

## Независимая команда — преимущества для России

Евгений Галанин, Дилан–Мари Тюилье

Метод привлечения независимой команды экспертов к переговорам о слиянии, хорошо зарекомендовавший себя в развитых странах, может оказаться еще более полезным на развивающихся рынках, в том числе в России, где компаниям часто приходится принимать решения почти вслепую — в быстро изменяющихся условиях, без надежной финансовой информации, взаимодействуя с партнерами, которые не всегда руководствуются в бизнесе общепринятыми принципами. Наш опыт показывает, что с помощью независимой команды экспертов легче преодолеть основные препятствия, возникающие на пути слияния.

**Сложная организационно–правовая структура компаний.** Многие российские компании в процессе бурного роста поглощали и вбирали в себя самые разные активы и теперь состоят из бесчисленных юридических лиц. Поэтому первый сложный вопрос, с которым сталкиваются потенциальные партнеры, звучит так: о каких именно активах идет речь при обсуждении слияния? В целом масштабное слияние дает уникальную возможность пересмотреть общую стратегию компании, и если стороны объединяют свои схожие активы ради создания новой организации с более эффективным управлением и более понятной внешним инвесторам структурой, то логично оставить за рамками сделки непрофильные активы. Привлекая к переговорам третью, нейтральную, сторону, которая способна провести проверку активов и определить, о каких активах будет идти речь на переговорах, стороны будут чувствовать себя более уверенно относительно перспектив сделки.

**Непрозрачность и невысокое качество финансовой информации.** На развитых рынках один из основных источников информации, на основе которой принимаются решения о слияниях и поглощениях, — официальные финансовые отчеты. В России даже те компании, которые формально не являются закрытыми акционерными обществами, как правило, принадлежат одному или нескольким основным

Евгений Галанин — бизнес–аналитик McKinsey, Москва

Дилан–Мари Тюилье (Dylan–Marie Thuillier) — консультант McKinsey, Москва

На этой последней стадии изменяется основная роль команды: если прежде она направляла переговоры на обсуждение результатов своего анализа, то теперь она помогает сторонам вести переговоры. К этому моменту команда экспертов уже выполнила основную часть вспомогательной работы: доказала целесообразность сделки, подготовила экономическое обоснование, выявила источники синергетических эффектов. Значит, она может готовить ответы на конкретные вопросы, возникающие в ходе переговоров, — например, как изменится

акционерам. По вполне понятным причинам такие компании не стремятся раскрывать свою финансовую информацию и публиковать отчеты. Поэтому многие переговоры начинаются с того, что партнеры с недоверием изучают представленные другой стороной документы, пытаются понять, насколько реалистичны отраженные в них цифры. Возможная роль независимой команды в России — не просто сформировать официальные отчеты, используя конфиденциальную информацию, при этом не раскрывая ее партнерам, но и проверить — самостоятельно или с помощью внешних аудиторов, — насколько она соответствует реалиям деятельности компаний. Отклонения от первоначально полученных данных, влияющие на стоимость объединяющихся компаний, могут выявиться и далее в ходе переговоров, поэтому в идеале независимая команда должна работать от начала переговоров до интеграции уже после заключения сделки.

**Рост экономики.** Значительный рост российской экономики и быстрые изменения в ряде отраслей приводят к тому, что в России при принятии решений финансовая информация, относящаяся к прошлым периодам, играет гораздо меньшую роль, чем в развитых странах. И наоборот, здесь особую важность имеет качество прогнозов на будущее, а это, в свою очередь, требует глубокого понимания основных факторов развития бизнеса. Например, общий объем прогнозируемых затрат будет зависеть от того, насколько точно был проведен анализ структуры издержек, ведь, например, рублевые зарплаты могут быстро расти, в то время как цены на сырье и материалы, номинируемые в долларах, — даже падать. Стандартные переговоры не предполагают столь глубокого анализа реальных перспектив и тенденций развития компании.

**Отсутствие информации о сравнимых сделках.** Определяя финансовые условия сделок на открытых финансовых рынках, компании принимают в расчет биржевой курс акций, а оценочные коэффициенты выводят на основе данных об аналогичных сделках, совершенных в прошлом. В России такие показатели, как правило, недоступны и, чтобы оценить стоимость бизнеса, остается полагаться только на анализ дисконтированных денежных потоков, основанный на конфиденциальной информации. Важно также, чтобы руководство понимало, в каком направлении эволюционируют ключевые факторы создания стоимости.

стоимость сделки, если предполагаемые показатели темпов роста или нормы прибыли будут расти или, напротив, падать.

Обычно на этой стадии переговоров поддержку компаниям-участникам (неважно, консультирует их независимая команда или нет) оказывают инвестиционные банки или другие консультанты. Однако если заключенные соглашения и условия сделки не были объективно оценены командой экспертов, то теоретически любой аспект сделки может вызвать долгие споры. То есть команда экспертов принесет пользу, если убедит стороны повторно не обсуждать вопросы, по которым уже были приняты решения, и этим ее роль ограничится.

Обычные инструменты структурирования работы, вроде графика переговоров, который, создавая совместное предприятие, продумали и использовали упоминавшиеся логистические компании, также помогают команде экспертов сосредотачивать обсуждение

---

**Независимая команда принесет максимальную пользу, если будет консультировать стороны с самого начала переговоров и до их финальной стадии**

---

на важнейших вопросах и не выбиваться из отведенных сроков. Был выявлен каждый параметр, воздействующий на стоимость компании (в данном случае их было около 50). Затем, обсуждая каждый из них, команда экспертов помогала добиться консенсуса

относительно того, идентичные ли показатели требуются для оценки каждой стороны (например, идентичная стоимость капитала для оценки бизнес-плана обеих компаний, но разные показатели для оценки их дочерних компаний). Затем команда экспертов оценила степень воздействия каждого параметра (слабая, средняя, сильная) на каждую из двух компаний и тем самым избавила партнеров от необходимости тратить время на второстепенные вопросы, не оказывающие воздействия на стоимость. Несколько членов команды, которые постоянно присутствовали на переговорах (они записывали ход обсуждения и следили за тем, чтобы стороны одинаково трактовали выводы проделанной экспертами аналитической работы), возвращали участникам переговоров вопросы, на которые сама команда экспертов не могла дать ответ, поскольку не обладала достаточной информацией или обоснованно не желала выходить за рамки правил, регламентирующих роль независимой команды.

Независимая команда принесет максимальную пользу, если будет консультировать стороны с самого начала переговоров и до их финальной стадии. В этом случае эксперты могут считать, что вместе с активными сторонниками заключения сделки успешно выполнили свою миссию.

---

Независимые команды могут оказать большую помощь не только на ранних стадиях переговоров о слиянии или поглощении, но и в период интеграции компаний, то есть после формального завершения сделки. Когда такие команды привлекаются к работе уже на начальных этапах обсуждения, вероятность успешного завершения разумных сделок заметно повышается: в результате стороны либо заключают взаимовыгодные соглашения, либо, напротив, довольно быстро убеждаются в нецелесообразности сделки. *В*