Оглавление

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты изучения слияний и поглощений страховых компаний

1.1 Основные понятия, и сущность сделок M&A

1.2 Классификация типов (формы) слияний и поглощений

1.3 Специфика деятельности страховых компаний, их функции

1.4 Экономическое значение посредников в сделках слияния и поглощения

1.5 Мотивы и принципы слияний и поглощений страховых

компаний

Глава 2. Подходы к оценке эффективности слияний и поглощений

2.1 Доходный подход

2.2 Затратный подход

2.3 Сравнительный подход

Глава 3. Анализ результатов реализации тактики слияния ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева"

3.1 Активизация слияний и поглощений на страховом рынке. Стратегии выхода на российский рынок страхования, применяемые мировыми лидерами страхового рынка

3.2 Анализ эффективности слияния компаний ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева"

Заключение

Список используемой литературы

Приложение

Введение

На сегодняшний день в общемировой и российской практике сложилась ситуация, когда для обеспечения роста бизнеса и освоения новых рынков у компаний возникает необходимость в процессах слияния и поглощения и это неудивительно, ведь особенно в последние годы резко возрос уровень глобальной конкуренции в большинстве сфер деятельности, который вынуждает компании к интегрированию.

Актуальность темы исследования состоит в том, что для российских страховых компаний, осуществляющих свою деятельность в конкурентной борьбе необходимо эффективно адаптироваться к стремительно изменяющимся рыночным условиям.

Проект одобренного соглашения о вступлении России в ВТО содержит договоренности, дающие возможность открытия филиалов западных страховщиков через 9-летний переходный период, который начинает отсчитываться от даты присоединения к ВТО, что, безусловно, повысит конкуренцию на рынке страховых услуг. Необходимость исполнять требования, установленные международными организациями, многосторонними соглашениями, как ВТО, с большим количеством участников, привела к значительной либерализации мирового страхового рынка. Это, в свою очередь, способствовало появлению большего количества иностранных страховщиков в различных регионах и созданию совместных страховых компаний. Либерализация доступа на национальные рынки страхования и ослабление контроля со стороны государства позволяет компаниям применять более прогрессивные, инновационные подходы к введению новых видов страхования и распределения ресурсов.

Слияния и поглощения являются для многих страховщиков той стратегией роста, которая позволяет компании не только сохранить свои позиции на рынке, но и занять лидирующие позиции.

На фоне растущего рынка слияний и поглощений в России остро встаёт вопрос об эффективности проведения сделок по слиянию или поглощению. Общемировой опыт в данной области показывает, что около 76% сделок оканчиваются неудачей.. Таким образом, стратегия роста предприятия путём интеграции является крайне эффективной, но лишь при условии правильно проведённой сделки по слиянию или поглощению на всех этапах.

Степень разработанности темы.

Теоретическую базу дипломной работы составили исследования ведущих российских и зарубежных ученых и практиков в области слияний и поглощений, таких, как Бекье М., Бишоп Д.М., Валдайцев С. В., Грейм Д., Ендовицкий Д. А., Коуз Р., Кристенсен К. М., Левин А.А., Савчук С.В., Уильямсон О., Волков В.С., Шура А.П., Устименко В.А., Фаулер Р.,Фостер Р.С., Эванс Ф.Ч., в области оценки и управления стоимостью Бишоп Д.М., Грязнова А.Г., Крамин Т.В., Кэй А., в области страхования Фёдорова Т.А., Шахов В.В. и другие.

Вместе с тем, многие аспекты сделок по слиянию и поглощению страховых компаний в теоретическом и методологическом плане исследованы недостаточно. Многообразие различных аспектов страхования, актуальность поиска новых подходов к решению проблем эффективного государственного регулирования рынка страховых услуг и выбору новых форм слияний и поглощений компаний обуславливает важность проведения дальнейших научных исследований в этом направлении. Этим обусловливается выбор темы, целей, задач объекта дипломной работы.

Целью дипломного исследования является анализ и обоснование эффективности слияния и поглощения компаний и разработка рекомендаций по повышению эффективности сделок в данной области.

В соответствие с целью в данной работе были поставлены следующие задачи:

1. Исследовать место и роль процессов слияния и поглощения в условиях глобализации экономики;

2. Сформулировать основные принципы слияний и поглощений;

3. Проанализировать специфику деятельности страховых компаний;

4. Проанализировать современные методы оценки эффективности слияния или поглощения, а также выявить основные мотивы, руководствуясь которыми менеджеры принимают решения о проведении сделки по слиянию или поглощению;

5. Проанализировать мировой и российский опыт в сфере слияний и поглощений предприятий и выявить основные причины неудач при проведении сделки по интегрированию, а также предложить пути увеличения эффективности сделок по поглощению предприятий.

6. Оценить стоимость бизнеса ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева"

7. Определить экономический эффект от поглощения ЗАО "СК "Прогресс-Нева" Обществом с ограниченной ответственностью "Группа Ренессанс Страхование".

Предмет исследования данной работы – слияния и поглощения предприятий, как стратегия роста компании в условия рынка.

Объектом исследования является оценка эффективности поглощения ЗАО "СК "Прогресс-Нева" Обществом с ограниченной ответственностью "Группа Ренессанс Страхование".

В дипломной работе использованы статистико-экономический метод исследования, метод сравнения, методы анализа и синтеза теоретического и практического материала, индукции и дедукции, методы оценки финансового состояния предприятия, методы дисконтированного денежного потока, метод стоимости чистых активов и др.

Информационной базой работы послужили отечественные и зарубежные разработки по проблемам корпоративных слияний и поглощений компаний в различных сферах экономики, особое внимание было уделено страховому сектору экономики, законодательные и нормативно-правовые акты.

Практическая значимость дипломной работы состоит в том, что результаты дипломного исследования можно использовать как на практике руководителями страховых компаний и инвестбанкирами, а также при чтении лекций в различных образовательных учреждениях, в виде учебного материала.

Во введении обоснована актуальность дипломного исследования и важность избранной темы, сформулированы цели и задачи, определены объект и предмет исследования, представлена практическая значимость.

В первой главе рассмотрены теоретические основы слияния и поглощения страховых компаний, а именно: основные понятия и сущность слияний и поглощений, специфика деятельности страховых компаний, типы слияний и поглощений с точки зрения исследований крупных учёных в этих областях.

На основании проанализированного теоретического материала, а также основных мотивов, которые движут менеджерами высшего звена и руководителями предприятий при принятии ими решения по интегрированию с другой компанией, были выявлены основные принципы слияний и поглощений. В этой главе также анализируется экономическое значение посредников в сделках слияния и поглощения.

Во второй главе дипломной работы рассматриваются основные подходы и методы оценки стоимости компаний, а также особенности сделок слияния и поглощения страховых компаний.

В третьей главе данной работы анализируются стратегии выхода на российский рынок, применяемые мировыми лидерами страхования, приводится анализ эффективности сделки по поглощению компании на примере ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева". Анализируется финансовое состояние предприятий, оценивается стоимость бизнеса каждой компании. В заключение третьей главы приводится оценка перспектив от интеграции и выявляется экономический эффект от сделки по поглощению, а также оценивается стоимость бизнеса компании после проведённой сделки по поглощению. Рассматриваются методы повышения эффективности сделок по интеграции. Анализируется мировой и российский опыт в области слияний и поглощений. Выявляются причины неудач подавляющего числа сделок в данной сфере.

В заключении приводятся краткие выводы и предложения.

Глава 1. Теоретические аспекты изучения слияний и поглощений страховых компаний

1.1 Основные понятия и сущность сделок M&A

В настоящее время, слияния и поглощения стали одной из основных стратегией роста компаний в условиях мировой глобализации экономики.

И с каждым днём всё больше предприятий в стремлении к увеличению своего масштаба, экономии издержек, получения эффекта синергии выбирают стратегию слияния и поглощения.

Слияния и поглощения (Mergers & Acquisitions — M&A) — это современная тенденция объединения активов и концентрации бизнеса.

Слияния и поглощения (Mergers & Acquisitions, М&As) представляют собой сделки, которые наряду с переходом прав собственности подразумевают, прежде всего, смену контроля над предприятием (CorporateControl). Следовательно, приобретение незначительных, пакетов акций со стороны частных лиц и/или инвестбанков к ним не относится.

Следует отметить, что в экономической реальности достаточно трудно определить, чем является та или иная форма объединения компаний – слиянием или поглощением. В большинстве сделок, связанных со слиянием или поглощением компаний, какова бы ни была правовая судьба объединяющихся юридических лиц, всегда можно выделить доминирующую и зависимую сторону сделки. Т.е. так или иначе, в результате слияния или поглощения происходит приобретение бизнеса. Очевидно, именно поэтому в зарубежной экономической литературе оба термина используют как синонимы для обозначения явлений, имеющих общую экономическую природу" Поскольку В настоящее время значительное количество крупных слияний и поглощений имеет международный характер и осуществляется в связи с этим часто в соответствии с международными, главным образом, англосаксонскими обычаями. На мой взгляд целесообразно придерживаться именно зарубежного подхода и использовать термины "слияние" и "поглощение" на взаимозаменяемой основе.

В соответствии с российским законодательством "под слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом".

Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компании является появление нового юридического лица, при этом, новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью своё самостоятельное существование. Новая компания берёт под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний своих составных частей, после чего последние распускаются. Поглощение компании можно определить, как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на неё. Поглощение компании зачастую осуществляется путём скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия

На настоящий момент в зарубежной практике нет чёткого разграничения между слиянием и поглощением. Даже сами английские аналоги данных понятий не имеют однозначного значения.

Merger – поглощение (путём приобретения ценных бумаг или основного капитала), слияние компаний.

Acquisition – приобретение (например акций), поглощение компаний.

Mergers & acquisitions – слияния и поглощения компаний.

Существуют различные теории, объясняющие причины слияний и поглощений компаний. Проблему объединения компаний рассматривали Р. Коуз, О.Уильямсон, и Р. Фаулер. Они понимают слияние (интеграцию), как способ сократить транзакционные издержки (расходы, связанные с поиском информации, издержки на заключение контрактов, а также на принятие решений внутри организации). Они приходят к заключению о том, что эффективность менеджеров на крупном предприятии гораздо ниже, чем на более мелком предприятии, и вертикальная интеграция позволяет сократить издержки на управление. На мой взгляд, стоит обратить внимание на вывод Р. Коуза, О.Уильямсона и А. Маршалла о том, что крупное предприятие, в отличие от более мелкого может себе позволить более эффективно использовать капитал и осуществлять инвестиции в оборудование и новые технологии, за счет концентрации капитала.

В дальнейшем исследования специалистов в сфере слияния и поглощений, а именно Динза Грейма, привели к выводу о том, что любая компания в любой отрасли должна поглощать, либо быть поглощённой более сильным "игроком" рынка. В своей работе он выделил несколько этапов (стадий), которые обязательно пройдёт каждая компания, стремящаяся завоевать лидирующие позиции в долгосрочном периоде. На первой, начальной стадии, на рынке присутствует небольшое количество игроков, которое постоянно нарастает и к концу данного этапа, рынок становится "перегретым" от количества фирм, реализующих, по сути, одинаковые услуги или товары.

Затем начинается вторая стадия (стадия роста), когда возникает необходимость наращивания размера фирмы, начинается процесс консолидации путём слияний и поглощений, количество фирм уменьшается с одновременным увеличением размеров их самих. Возникает несколько крупных компаний, которые возглавляют данную сферу рынка.

На третьей стадии (стадия специализации), перед фирмой остро встаёт вопрос о ликвидации непрофильных компаний и выделение основной сферы деятельности, в которой необходимо продолжать агрессивную политику по опережению конкурентов.

И на четвёртой стадии (стадия равновесия и альянсов) в отрасли доминирует небольшое число "игроков", так называемых "титанов отрасли", которые могут образовывать альянсы с другими крупными "игроками".

Таким образом, Динз Грейм выделяет процессы слияний и поглощений одних компаний другими, как обязательные условия развития любого предприятия в условиях рынка. И, следовательно, большая часть предприятий, в определенный момент времени будет вынуждена столкнуться с процессами слияния и поглощения и стать либо поглощающей фирмой, либо поглощаемой.

1.2 Классификация типов (формы) слияний и поглощений

Большинство авторов описывает большое количество слияний и поглощений по различным признакам. В зависимости от характера объединения выделяют:

- полное поглощение (происходит фактическое объединение фирм и их активы сливаются;

- частичное поглощение (компания приобретает такой пакет акций другой компании, который позволяет ей полностью контролировать деятельность последней, т.е. образуется холдинг и подконтрольная компания становится дочерней; при этом фактическое слияние активов обеих компаний не происходит, либо происходит лишь частично).

В зависимости от характера интеграции компаний целесообразно выделять следующие виды:

- горизонтальные слияния – объединение компаний одной отрасли, производящих одно и то же изделие или осуществляющих одни и те же стадии производства;

- вертикальные слияния – объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта, т.е. расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, вплоть до источников сырья, либо на последующие – до конечного потребителя. Например, слияние горнодобывающих, металлургических и машиностроительных компаний;

- родовые слияния – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары. Например, фирма, производящая фотоаппараты, объединяется с фирмой, производящей фотопленку или химреактивы для фотографирования;

- конгломератные слияния – объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т.е. слияние такого типа – это слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом. В рамках конгломерата объединяемые компании не имеют ни технологического, ни целевого единства с основной сферой деятельности фирмы-интегратора. Профилирующий вид деятельности в такого рода объединениях принимает расплывчатые очертания или исчезает вовсе.

В свою очередь можно выделить три разновидности конгломератных слияний:

- Слияния с расширением продуктовой линии (product line extension mergers), т.е. соединение неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи. В качестве примера можно привести приобретение компанией Procter & Gamble, ведущим производителем моющих средств, фирмы Clorox – производителя отбеливающих веществ для белья.

- Слияния с расширением рынка (market extension mergers), т.е. приобретение дополнительных каналов реализации продукции, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались.

- Чистые конгломератные слияния, не предполагающие никакой общности.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний можно выделить два вида слияния компаний:

– национальные слияния – объединение компаний, находящихся в рамках одного государства;

– транснациональные слияния – слияния компаний, находящихся в разных странах (transnational merger), приобретение компаний в других странах (cross-border acquisition).

Учитывая глобализацию хозяйственной деятельности, в современных условиях характерной чертой становится слияние и поглощение не только компаний разных стран, но и транснациональных корпораций.

В зависимости от отношения управленческого персонала можно выделить:

- дружественные слияния – слияния, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой (целевой, выбранной для покупки) компаний поддерживают данную сделку;

- враждебные слияния – слияния и поглощения, при которых руководящий состав целевой компании (компании-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий. В этом случае приобретающей компании приходится вести действия против целевой компании с целью ее поглощения.

В зависимости от способа объединения потенциала можно выделить следующие типы слияния:

- корпоративные альянсы – это объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно. Компании для этих целей могут создавать совместные структуры, например, совместные предприятия;

- корпорации – этот тип слияния имеет место тогда, когда объединяются все активы вовлекаемых в сделку фирм.

В свою очередь, в зависимости от того, какой потенциал в ходе слияния объединяется, можно выделить:

- производственные слияния – это слияния, при которых объединяются производственные мощности двух или нескольких компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности;

- чисто финансовые слияния – это слияния, при которых объединившиеся компании не действуют как единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инновационных проектов.

Слияния могут осуществляться на паритетных условиях ("пятьдесят на пятьдесят"). Однако накопленный опыт свидетельствует о том, что "модель равенства" является самым трудным вариантом интеграции. Любое слияние в результате может завершиться поглощением.

В зарубежной практике можно выделить также следующие виды слияний компаний:

- слияние, в результате которого возникает новое юридическое лицо (statutory merger);

- слияние компаний, сопровождающееся обменом акций между участниками (stock-swap merger);

- поглощение компании с присоединением активов по полной стоимости (purchase acquisition) и т.п.

Тип слияний зависит от ситуации на рынке, а также от стратегии деятельности компаний и ресурсов, которыми они располагают.

Слияния и поглощения компаний имеют свои особенности в разных странах или регионах мира. Так, например, в отличие от США, где происходят, прежде всего, слияния или поглощения крупных фирм, в Европе идет поглощение мелких и средних компаний, семейных фирм, небольших акционерных обществ смежных отраслей.

На мой взгляд наиболее существенным для конкретной работы будет исследовать поглощения в зависимости от сферы деятельности участников процесса слияния.

1.3 Специфика деятельности страховых компаний и их функции

Страхование – это важный стратегический сектор экономики, один из ведущих в мире, наряду с банковским и промышленным, оно является сильным инструментом защиты материального благополучия населения, поддержки производства, инвестирования в народное хозяйство.

В настоящее время в России по сравнению с Западом страховой бизнес находится на стадии становления. К причинам пока слабого развития страхования можно отнести и нестабильность отечественной экономики (высокая инфляция), и недостатки государственной политики в страховой сфере, и недоверие населения, наконец, просто низкий уровень знаний в этой области.

Система страховых отношений требует наличия целого ряда условий:

- определенного достатка, так как страхование актуально для состоятельных людей и людей "среднего класса", для тех, кому есть что терять;

- система страхового права, где была бы закреплена совокупность обязательных правил для страхователя и страховщика, установленных государством, которые бы распространялись на все области общественной жизни и обеспечивали физическим и юридическим лицам равное право пользования страхованием;

- широкой информированности страхователей о порядке и условиях страхования;

- создания определенной культуры страхования, то есть, чтобы человек был уверен в том, что если он застрахован, то он в случае наступления страхового случая получит полагающуюся помощь или компенсацию, а не будет в очередной раз обманут.

По своей сути страхование представляет собой создание целевых фондов денежных средств, предназначенных для защиты имущественных интересов населения в частной и хозяйственной жизни от стихийных бедствий и других непредвиденных случайных по своей природе чрезвычайных событий, сопровождающихся ущербами.

"Отправным моментом в части создания отечественного страхового рынка следует считать факт реальной демонополизации страховой деятельности и, как следствие этого, достаточно быстрый рост числа альтернативных страховых компаний (по состоянию на первое января 1995 г. в России действовало 2700 страховых компаний, из которых только 6 % находилось в государственной и муниципальной собственности, 36% являлись полностью частными, а 58% - в смешанной собственности)".

"Страхование является частью системы финансовых отношений общества, так как связано с формированием и использованием страховых денежных фондов. Предоставление страховой защиты – это вид финансовых услуг, которые производят и продают страховые организации.

Что касается функций страхования, то я остановлюсь лишь на некоторых основных из них, так как их достаточно много и некоторые из них выходят за рамки данной работы.

Одна из главных функций страхования – рисковая функция , или функция покрытия риска, состоит в том, что страхователь через договор страхования перекладывает финансовые последствия определенных рисков на страховые компании. Такое переложение риска является благом для лица, страхующего себя и свое имущество, даже тогда, когда страховой случай не наступает, потому что у него возникает чувство уверенности и защищенности.

Предупредительная функция страхования состоит в том, что при заключении договора специалистами страховой компании проводится оценка риска и предлагается система мер предупредительного характера, позволяющих контролировать уровень риска.

Функция защиты интересов пострадавших в системе отношений гражданской ответственности обеспечивается через страхование гражданской ответственности физических и юридических лиц за ущерб, причиненный третьим лицам. Именно таким образом решается, в частности, задача защиты жертв дорожно-транспортных происшествий, авиационных и прочих транспортных катастроф.

Функция концентрации инвестиционных ресурсов и стимулирования экономического роста обеспечивается страхованием благодаря тому, что создаваемые страховые резервы инвестируются в ценные бумаги предприятий и финансовых компаний, банки и недвижимость. Таким образом, страховые организации финансируют промышленность, жилищное строительство и государство, т. е. способствуют развитию экономики."

Для успешного выравнивания рисков страховые организации значительное внимание уделяют обоснованию размеров страховых взносов, уплачиваемых страхователями (страховых премий). Размер страховой премии определяется с учетом вероятности наступления ущерба и его предполагаемого размера. В рамках страховой техники используются такие инструменты выравнивания риска, как страховые надбавки при калькуляции премий, схемы совместного страхования и перестрахования.

Главными предпосылками страхования как финансовой услуги являются:

- наличие рискового сообщества – это определенное количество лиц или хозяйственных единиц подверженных одному и тому же риску. Например, группа туристов, отправляющихся отдыхать в Египет, образуют рисковое сообщество, находящееся под угрозой авиакатастрофы, получения травм во время отдыха, утери багажа и т. д. Лиц, принадлежащие рисковому сообществу, являются потенциальными страхователями.

Вторая предпосылка означает, что право на страховую выплату клиент страховой компании получает только при наступлении страхового случая. Это условие точно фиксируется правилами и договором страхования и обеспечивает сохранение страхового фонда в интересах всех его участников.

Третья предпосылка означает, что далеко не все риски могут быть застрахованы. Страхуются только те риски, ущерб от наступления которых можно оценить в денежной форме. Сюда относятся все виды имущественного ущерба и потери дохода. Не страхуются риски, для оценки которых отсутствуют объективные предпосылки.

Страховая деятельность основана на принципах эквивалентности и случайности.

Принцип эквивалентности выражает требование равновесия между доходами и расходами страховой компании. Риск угрожает многим физическим и юридическим лицам, однако лишь немногие из них действительно затрагиваются страховыми случаями. На этом факте основана деятельность страховщика. Выплаты по страховым случаям покрываются из взносов многочисленных страхователей, которые не затронуты данным риском.

Доходы от страховой деятельности складываются из страховых взносов, уплачиваемых страхователями. Расходы представлены страховыми выплатами и затратами на содержание страховой организации. При превышении доходов над расходами компания получает прибыль от страховой деятельности. В обратном случае возникают убытки, которые могут привести к невозможности выполнения обязательств перед клиентами. В принципе страховая компания может допустить временную убыточность отдельных видов страхования, перекрывая убытки другими доходами, в частности от инвестиционной деятельности. Соблюдение принципа эквивалентности зависит от степени обоснованности страховых премий и реальной динамики ущербов.

Принцип случайности состоит в том, что страховаться могут только события, имеющие случайный, непредвиденный характер. Понятие случайности означает, что, хотя исходя из жизненного опыта с наступлением данного события необходимо считаться, в каждом отдельном случае неизвестно, будет ли вообще иметь место данное событие или в какой момент времени оно наступит.

Не страхуется преднамеренно осуществленное действие, потому что в нем отсутствует принцип случайности. Поэтому, например, в случае поджога лицо, застраховавшее дом и уличенное в поджоге, не получит страховой выплаты. Напротив ущерб, связанный с небрежностью, но не преднамеренностью, страхуется, так как касается многих, но только с немногими действительно случается.

Не страхуются события, которые угрожают многим и затрагивают всех, например, в случае войн, гражданских волнений, радиационных заражений и др.

Поскольку страхуются случайные события, то для успешной страховой деятельности важно правильно оценить степень риска, т. е. Вероятность наступления страхового события и ожидаемую величину ущерба. Это необходимо для расчета страховой премии. Чтобы оценить степень риска, необходимо исследовать закономерности наступления случайных событий. Основополагающее значение при этом имеет закон больших чисел. Суть его состоит в том, что оценка вероятности наступления событий тем надежнее, чем больше число наблюдаемых случаев. Практика страхования опирается, таким образом, на математическую статистику и теорию вероятностей. Для правильной оценки рисков страховщики ведут собственные статистические наблюдения, пользуются официальными статистическими данными, создают специальные исследовательские центры..

На данный момент, в западных странах страхование – одна из ведущих отраслей экономики. По данным P&C Например, В США бюджет только медицинского страхования составляет более 800 млрд. долл. в год. Не случайно в США в настоящее время функционируют свыше 8000 компаний только по страхованию имущества, а сборы страховых премий превышают 1,2 трлн долларов США в год.

Таким образом, в связи с тем, что российский страховой рынок не так развит, он представляет интерес для многих потенциальных игроков.

1.4 Экономическое значение посредников при осуществлении сделок по слиянию и поглощению страховых компаний

Слияния и поглощения в настоящее время относятся к одному из ключевых аспектов деятельности инвестиционных компаний и банков, предоставляющих консультационные и иные услуги в области корпоративного финансирования.

Кроме того, услуги по организации слияний и поглощений предоставляют наряду с инвестиционными банками, также специализированные отделы универсальных банков и консалтинговых компаний, а также юридические и специализированные компании (M&A-Boutiquen). Они, как правило, представляют интересы одной из участвующих сторон и обеспечивают поддержку клиента на каждом этапе процесса. В отличие от них ряд компаний (маклеров) занимается посредничеством между участвующими сторонами и, как правило, получают вознаграждение от каждой из сторон. Их усилия концентрируются в основном на установлении контактов и ограничиваются в большинстве случаев на сделках с незначительной стоимостью и имеющих локальный характер.

В связи с законодательными ограничениями на сделки с использованием инсайдерской информации, компании и банки вынуждены разделять консультационную деятельность с собственными и иными операциями на рынке. В результате этого в сфере слияний и поглощений сформировалась самостоятельная корпоративная и отраслевая культура.

Профессиональные консультанты располагают подробными знаниями национальных и международных обычаев при осуществлении слияний и поглощений, что позволяет им эффективнее организовать и осуществить процесс приобретения. Как правило, их деятельность охватывает наряду со стратегическим консультированием (в частности, структурирование процесса приобретения, оценка стоимости бизнеса, сбор информации о потенциальных инвесторах, ведение переговоров, информационная поддержка клиентов), также и техническое проведение сделки.

Путем привлечения консультантов участвующие стороны стремятся избежать излишнего промедления при осуществлении сделок, неблагоприятных условий заключаемого договора, возможных рисков ответственности, а также проблем интеграции после заключения договора, что в конечном итоге способствует максимизации/минимизации продажной цены/цены приобретения. Кроме того, приобретаемое предприятие часто привлекает консультантов с целью осуществления защитных мероприятий (AntiRaid), либо для проверки обоснованности предложенной цены.

Специализированные компании в области оказания услуг по слияниям и поглощениям, как правило, успешно действуют на рынке за счет определенной отраслевой или региональной специализации, а также при осуществлении средних по размеру сделок. В свою очередь, специализированные отделы универсальных коммерческих банков часто оказываю подобные услуги корпоративным клиентам в качестве одного из элементов комплексного обслуживания.

Консультанты выступаю в качестве партнера руководства компании, обеспечивая его поддержку в управлении процессом приобретения/продажи бизнеса с использованием своих экспертных знаний относительно технического выполнения сделки и специфики отрасли.

Качество консультанта определяется его способностью определять наилучшие условия осуществления сделки. Также существенное значение имеет так называемая Closing-компетенция, т.е. способность в решающий момент подтолкнуть клиента к фактическому проведению сделки. Успешное выполнение слияния и поглощения требует наряду со стратегической компетенцией и техническим знанием деталей процесса, также способность привлекать различных специалистов (юристов, аудиторов и др.) для оптимизации юридических и налоговых аспектов сделки.

Выбор консультанта осуществляется путем тщательного отбора (BeautyContest). Все претенденты, как правило, получают стандартизованный информационный пакет о запланированной сделке с предложением представления (презентации) компании на участие в конкурсе. Оценка привлекательности той или иной компании в качестве консультанта в планируемой сделке осуществляется на основе обсуждения следующих аспектов:

Проектный план: поэтапное описание сделки со сроками выполнения каждого этапа, участие (привлечение) сотрудников компании и присутствие на месте проектной группы.

Партнер трансакции: выбор возможных претендентов на осуществление сделки, возможные мотивы приобретения и соответственно продажи, оформление процесса.

Специфика проектной группы: состав и наличие необходимого опыта у сотрудников (знание отрасли, возможность выполнения поставленных задач), рекомендации (Track Record), возможность привлечения дополнительных экспертов (адвокаты, эксперты по управлению и проч.).

Размер гонорара .

Оформление договора на оказание консультационных услуг осуществляется после предоставления компании соответствующего поручения (EngagementLetter) на участие в сделке.

Вознаграждение консультанта, как правило, состоит из гонорара, размер которого зависит от успеха проведения сделки ("гонорар за успех"). Так, например, приобретаемыми компаниями он устанавливается в виде определенного процента дохода от продажи. В случае, если сделка имеет относительно небольшую стоимость, как правило, оговаривается минимальный размер гонорара за ее успешное осуществление (MinimumSuccessFee). Поглощающие компании часто при привлечении консультантов предусматривают финансовые стимулы для уплаты более низкой цены покупки, например, процентное возмещение разницы между максимальной предполагаемой ценой оплаты и фактически уплаченной ценой. Следует отметить, что ранее широкое использование при определении размера выплачиваемого гонорара получила шкала Лемана (Lehman), устанавливающая правило 5-4-3-2-1. Так, размер вознаграждения составляет 5% за первый миллион, 4% за второй миллион, 3% за третий миллион, 2% за четвертый миллион и 1% за остаток покупной цены. В настоящее время, это правило как минимум используется в качестве исходного пункта в переговорах о размере гонорара. При этом гонорар по крупным сделкам на развивающихся рынках (EmergingMarkets) часто сопровождается более высокими вознаграждениями, в то время как, более мелкие сделки на сформировавшихся рынках могут быть оценены ниже.

Наряду с величиной сделки на размер гонорара определенное влияние оказывает ряд других факторов, таких как, сложность сделки, предполагаемый срок объединения, репутация консультанта и общая доходность проекта.

Помимо гонорара оговаривается размер авансового платежа (RetainerFee), который засчитывается при успешном завершении сделки в счет гонорара, а также возмещаются дополнительные расходы (командировочные расходы, затраты на информационное обеспечение и проч.). В ряде случаев оговаривается размер возмещения (комиссии) в случае (досрочного) отказа от завершения проекта клиентом или противоположной стороной (обычно почасовая компенсация). Таким образом посредники играют важную роль в сделках по слияниям и поглощениям.

1.5 Мотивы и принципы слияний и поглощений страховых компаний

Прежде чем выделить основные принципы слияний и поглощений необходимо разобраться с теми мотивами, которые движут руководством компании при принятии ими решения о слиянии.

Итак выделяют следующие группы мотивов исходя из стремления компаний к максимизации прибыли:

- мотивы уменьшения оттока ресурсов (в первую очередь имеются в виду денежные ресурсы, являющиеся издержками предпринимателя);

- мотивы увеличения/стабилизации притока ресурсов;

- нейтральные по отношению к движению ресурсов мотивы .

К первой группе мотивов, нацеленных, прежде всего на уменьшение издержек можно отнести следующие:

- Экономия на масштабе. Она достигается, тогда, когда средняя величина издержек снижается по мере увеличения страхового портфеля. Основная идея экономии за счёт масштаба состоит в том, чтобы выполнять больший объём работы теми же ресурсами, при той же численности работников.

- Мотивы повышения эффективности работы, за счёт централизации функций. Объединяясь, компании приобретают дополнительный рычаг снижения закупочных цен.

- Мотивы ликвидации дублирующих функций. Данный мотив тесно связан с мотивом экономии на масштабах. Смысл здесь заключается, прежде всего, в том, что сокращается управляющий и обслуживающий персонал и расширяются функции за счёт устранения дублирования полномочий различных работников и централизации ряда услуг.

- Мотив использования избыточных ресурсов - также важный мотив. Например, региональная страховая компания, расположенный в районе с большими финансовыми ресурсами, но с ограниченными по финансовым возможностями для принятия страховых рисков, может быть интересна как объект поглощения для крупного страховщика, оперирующего в национальном масштабе.

Многие компании добиваются значительной экономии в краткосрочной перспективе за счёт централизации маркетинга и сбыта, бухгалтерского, финансового контроля, делопроизводства и т.д.

- Мотив устранения неэффективности управления. Распространение качественного менеджмента на поглощаемую компанию и привнесение более совершенных технологий управления способны стать важным фактором успеха объединенной организации.

- Мотив кооперации. Выгоды от слияния могут быть получены в связи с экономией на дорогостоящих работах по разработке новых технологий и созданию новых продуктов. Стоит отметить, что данным мотив пересекается с мотивами ликвидации дублирования, взаимодополнения и эффекта масштабов.

- Мотив преимущества на рынке капитала. Размер компании нередко сам по себе является гарантом стабильности и позволяет получать более высокий кредитный рейтинг, что, как правило, открывает доступ к менее дорогим финансовым ресурсам.

- Мотив уменьшения отчислений в бюджет. Например, высокоприбыльная фирма несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом.

- Специалисты указывают на такой мотив слияний и поглощений, как разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения. Часто в оказывается дешевле купить региональную страховую компанию и преобразовать ее в филиал, чем открывать филиал "с нуля".

Ко второй группе мотивов, нацеленных на увеличение/стабилизацию ресурсных поступлений, можно отнести:

- Мотив взаимодополняющих ресурсов. Слияние может оказаться целесообразным, если две или несколько компаний располагают взаимодополняющими ресурсами. Эти компании после объединения будут стоить дороже по сравнению с сумой их стоимостей до слияния, так как, каждая приобретает то, чего ей не хватало, причём получает эти ресурсы дешевле, чем они обошлись бы ей, если бы пришлось их создавать самостоятельно.

- Мотив приобретения крупных контрактов. У новой компании появляется достаточно мощностей, чтобы конкурировать за крупные, в том числе государственные, контракты – возможность, которой не обладала ни одна из объединившихся компаний.

- Мотив монополии. Порой при слиянии, прежде всего горизонтального типа, решающую роль (гласно или негласно) играет стремление достичь или усилить монопольное положение.

- Диверсификация предлагаемых страховых продуктов (услуг), возможность использования избыточных ресурсов. Диверсификация помогает стабилизировать поток доходов, что выгодно и работникам данной компании, и потребителям (через расширение ассортимента товаров (услуг)).

- Мотив доступа к информации. Приобретая компанию с видимыми активами, предприятие получает в своё распоряжение дополнительные знания о продуктах и рынке.

К третьей группе нейтральных по отношению к движению ресурсов мотивов относятся:

- Мотив поглощений, как asset-stripping (покупка компании для последующей распродажи ее по частям с целью извлечения прибыли) за счет более высокой ликвидационной стоимости компании по сравнению с рыночной, также часто встречается на практике.

"Диверсификация бизнеса в разрезе стабилизации потока денежных средств и снижения рисков также относится к числу мотивов слияний и поглощений.".

- Мотивы защиты от поглощения. Помимо традиционных мотивов интеграции могут встречаться и специфические. Так, слияния для некоторых, в том числе и российских, компаний представляют собой один из немногих способов противостояния экспансии на российский рынок более мощных западных конкурентов.

- Мотив "tо big to fail". "Как показывает опыт большинства стран, размеры корпорации сами по себе являются гарантией её надёжности (так называемый эффект "tо big to fail" - слишком велик, чтобы обанкротиться). Поскольку государство в силу целого ряда социально-экономических причин вынуждено "опекать" наиболее крупные компании, они получают дополнительные преимущества в конкуренции с более мелкими".

- Личные мотивы менеджмента: эти мотивы слияний и поглощений возникают тогда, когда мотивация высшего менеджмента более тесно связана с масштабами, чем с результатами деятельности компании или банка. Естественно, что крупной компанией или банком управлять сложнее, чем малой или средней, но всегда возникает вопрос "компенсации за сложность управления".

Большинство вышеперечисленных мотивов, направлены на достижение так называемого синергетического эффекта, в результате которого, взаимодополнение различных ресурсов двух или нескольких предприятий приводит к совокупному результату, превышающему сумму результатов действующих разрознено компаний .

Исходя из вышесказанного, можно выделить основные принципы слияний и поглощений:

1. Принцип объединения. Данный принцип характеризует добровольное (либо недобровольное), двустороннее (или многостороннее) объединение активов компании и её ресурсов;

2. Принцип структурной оптимизации. Для обеих компаний, участвующих в слиянии возникает необходимость отказа от "старой" уже сложившейся организационной структуры и формирование новой. Это связано, прежде всего с тем, что для наиболее эффективного использования всего потенциала обеих организаций в объединившейся компании необходимо изменение оргструктуры каждой из них и формирование новых способов взаимодействия между подразделениями внутри компании.

3. Принцип синергии. Данный принцип определяет Необходимость в эффективности взаимодействия слившихся компаний с целью достижения мотивов объединения. Функционирование компании, как единого целого не обязательно подразумевает создание нового юридического лица и объединение в нём активов объединившихся компаний, совсем нет. Компании могут оставаться в рамках функционирования, к примеру, холдинга и дочерней фирмы, но главное, то, что возникает необходимость создания оптимальной "схемы" взаимодействия между холдинговой и дочерней компаниями (либо одной объединившийся), позволяющей добиться синергетического эффекта и увеличить стоимость бизнеса.

4. Принцип дополнения специфичными активами. Этот принцип выявляет возможность воспользоваться "недостающими активами", а именно, у объединившихся компаний появляется возможность воспользоваться навыками, опытом, ресурсами другой организации. Если, к примеру, у одной компании участвующей в объединении великолепно поставлен документооборот, то у другой компании теперь появляется возможность перенять данный положительный опыт и использовать его в уже сформировавшейся новой организации.

5. Принцип изменения стоимости компании. В большей степени данный принцип относится к крупным акционерным компаниям, чьи акции торгуются на фондовых биржах. В большинстве случаев, решение о слиянии отразится на стоимости акций компании, либо в сторону увеличения цены либо, наоборот, в сторону снижения, отразив тем самым отношение акционеров и инвесторов к предполагаемой сделке по слиянию.

Глава 2 Подходы к оценке стоимости компаний

2.1 Доходный подход

слияние поглощение страховой интегрирование

Суть доходного подхода к оценке стоимости бизнеса заключается в определении величины будущих доходов, которые будет получать собственник бизнеса, с учетом риска их неполучения. Оценка компании (предприятия) доходным подходом предполагает составление прогноза будущих доходов от функционирования бизнеса и их приведение к стоимости на дату проведения оценки. Доходный подход всегда применяется для оценки инвестиционной привлекательности бизнеса, определяемой для конкретного инвестора, с учетом его индивидуальных требований к доходности, рискам, масштабам инвестиций и пр.

Одним из основных методов оценки в рамках доходного подхода является метод дисконтирования денежных потоков (DCF). Определение стоимости бизнеса методом DCF основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. Аналогичным образом, собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате своего взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Основными этапами оценки компании методом дисконтированных денежных потоков являются:

1. Сбор требуемой информации.

2. Выбор модели (типа) денежного потока.

3. Определение длительности прогнозного периода и его единицы измерения.

4. Проведение ретроспективного анализа валовой выручки от реализации и ее прогноз.

5. Проведение ретроспективного анализа и подготовка прогноза расходов.

6. Проведение анализа и подготовка прогноза инвестиций.

7. Расчет величины денежного потока для каждого года.

8. Определение ставки дисконтирования.

9. Расчет величины стоимости компании в постпрогнозный период.

10. Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период, а также их суммарного значения.

11. Внесение итоговых поправок.

12. Согласование полученных результатов.

Основным показателем, используемым в рамках Метода дисконтирования денежного потока, является денежный поток, рассчитываемый как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенный период.

Различают следующие основные виды денежного потока:

1. Номинальный или реальный.

2. Приносимый собственным капиталом, приносимый всем инвестированным капиталом.

В практике наиболее часто применяемым является использование модели денежного потока собственного капитала.

В общем виде схема расчета денежного потока для собственного капитала выглядит следующим образом:

1. Расчет показателя прибыли используемого в модели денежного потока. Выручка от реализации минус

себестоимость продукции;

амортизационные отчисления;

налог на прибыль.

Итого:

Чистая прибыль,

налоги, относимые на финансовый результат;

отвлеченные средства (затраты на социальную сферу и т.п.)

2. Расчет денежного потока.

Скорректированная чистая прибыль

Плюс

амортизационные отчисления

плюс (минус)

– увеличение собственного оборотного капитала;

+ уменьшение собственного оборотного капитала;

– капитальные вложения;

+ увеличение долгосрочной задолженности;

– уменьшение долгосрочной задолженности.

Итого:

Денежный поток

В практических расчетах используется расчет денежного потока компании по трем возможным сценариям развития: пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому. Основными показателями прогнозируемых сценариев могут являться:

Таблица 1

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Показатель  | Пессимистический прогноз  | Наиболее вероятный прогноз  | Оптимистический прогноз  |
| Объем производства  | Снижение объемов продаж  | Стабильные объемы продаж  | Рост объемов продаж  |
| Цены на товар (услугу) | Стабильные цены  | Ограниченный рост цен  | Рост цен до уровня к концу прогнозного периода  |

Так же, в зависимости от специфики каждого конкретного оцениваемого объекта, в качестве показателей прогнозируемых сценариев могут выбираться иные показатели, являющиеся существенными при построении прогноза.

Расчет величины денежного потока

Расчет денежного потока для каждого прогнозного года производится в два этапа:

1. Расчет величины скорректированной чистой прибыли.

2. Расчет величины чистого денежного потока.

1) При расчете величины скорректированной чистой прибыли анализируются и прогнозируются следующие данные:

прочие операционные расходы;

отвлеченные средства.

В прочих операционных расходах учитываются налоги, относимые на финансовые результаты, налог на имущество, а также прочие налоги в соответствии с действующим законодательством. Необходимо отметить, что налоговое законодательство динамично, следовательно, требуется постоянное отслеживание изменений.

Планируемые Отвлеченные средства включают в себя заработную плату работников социально-жилищной сферы с отчислениями на социальные нужды, а также расходы, связанные с содержанием объектов социально-жилищной сферы. Необходимо учитывать, что данные суммы частично льготируются при уплате налога на прибыль (нормы утверждаются местными органами власти, сверх норм расходы осуществляются за счет чистой прибыли).

2) Расчет величины чистого денежного потока осуществляется по формуле денежного потока для собственного капитала.

Скорректированная чистая прибыль плюс

амортизационные отчисления.

плюс (минус)

увеличение собственного оборотного капитала

+ уменьшение собственного оборотного капитала;

– капитальные вложения;

+ увеличение долгосрочной задолженности;

– уменьшение долгосрочной задолженности.

Итого:

Денежный поток.

При оценке бизнеса Методом дисконтированных денежных потоков ожидаемый срок деятельности компании разделяется на два периода: прогнозный и постпрогнозньй (остаточный). На прогнозный период составляется детальный прогноз денежных потоков. Как правило, такой прогноз составляется на достаточно долгий период до того момента, когда компания выйдет на стабильные темпы роста денежного потока до момента выхода компании на постоянные темпы роста.

Определение адекватной продолжительности прогнозного периода в практике представляется достаточно сложной задачей. Западные консультанты предполагают использование прогнозного периода для оценки компании, в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации, от 5 до 10 лет. В странах с переходной экономикой, где велик элемент нестабильности и адекватные долгосрочные прогнозы особенно затруднительны, допускается сокращение прогнозного периода до 3-5 лет.

План реализации продукции составляется на основе ранее определенных объемах продаж, прогнозируется примерное распределение по потребителям, исходя из возможных вариантов условий поставок продукции и услуг, определяются отпускные цены по продуктам и потребителям.

Необходимо помнить, что при осуществлении детального прогноза нужно учитывать налоговые платежи, например, таможенные платежи, и т.п.

Прогнозирование расходов от реализации также может осуществляться двумя способами:

укрупненным подходом;

детальным подходом.

Укрупненный подход подразумевает построение прогноза себестоимости путем использования информации о доле переменных затрат в выручке компании и условно-фиксированной величины постоянных затрат. Рост переменных затрат прогнозируется пропорционально росту выручки. Рост постоянных затрат возможен в том случае, когда планируется резкое увеличение объема реализации в натуральном выражении и, как следствие, рост затрат на рекламу, аренду и т.п.

Детальный подход подразумевает определение себестоимости продукции по элементам затрат. Также во внимание принимаются варианты условий поставок продукции и услуг.

Как правило, при использовании Детального подхода при построении прогноза затрат выделяются наиболее значимые затраты (т.е. те затраты, которые занимают наибольший удельный вес в себестоимости), по которым проводится детальный анализ и строится прогноз.

В качестве наиболее значимых статей затрат могут быть названы:

сырье и материалы;

топливо;

энергия;

заработная плата;

отчисления на социальные нужды;

амортизация;

прочие затраты.

— Заработная плата.

Затраты на оплату труда в страховых компаниях могут составлять до 50-60% операционных расходов.

— Отчисления на социальные нужды.

Расчет отчислений на социальные нужды производится в соответствии с установленными законодательством РФ нормами отчислений во внебюджетные фонды (с учетом принятых изменений во второй части Налогового кодекса РФ) в зависимости от величины средней заработной платы.

— Амортизация основных средств.

Расчет амортизационных отчислений осуществляется исходя из фиксации существующих основных фондов на предприятии, планируемого ввода-вывода основных фондов, а также планируемых инвестиций в основные фонды.

— Прочие затраты.

Прочие затраты включают в себя налоги, которые входят в себестоимость, а также Прочие расходы.

Расчет Налогов, относимых на себестоимость, производится в соответствии с действующим законодательством (налог на пользователей автодорог, налог на рекламу и т.п.).

Расчет Прочих расходов осуществляется, исходя из сложившейся ситуации на предприятии, при этом не типичные статьи затрат убираются (например, компания отнесла на затраты оплату консультационных услуг в размере несколько раз превышающем среднеуровневый).

Итоговый расчет себестоимости осуществляется путем суммирования спланированных затрат компании, при этом также строятся пессимистический, оптимистический и наиболее вероятный сценарии развития). Проведение анализа и прогнозирования инвестиций. Анализ и прогнозирование инвестиций включают в себя анализ и прогноз трех основных компонентов:

анализ и прогнозирование собственного оборотного капитала;

анализ и прогнозирование капиталовложений;

анализ и прогнозирование потребности в финансировании из внешних источников.

Анализ и прогнозирование собственного оборотного капитала. Требуемый уровень собственного оборотного капитала может рассчитываться следующим образом:

1) с помощью укрупненного подхода;

2) с помощью детального подхода.

Укрупненный подход подразумевает расчет изменения Собственного оборотного капитала, через изменение выручки.

Прирост собственного оборотного капитала = Доля СОК х (Выручка 1 — Выручка 0),

где: Доля СОК — доля собственного оборотного капитала в выручке (по данным Компании, либо среднеотраслевые данные);

Выручка 1 — выручка 1-го прогнозного года;

Выручка 0 — фактически сложившаяся выручка.

При дальнейшем прогнозировании прирост собственного оборотного капитала рассчитывается от предшествующего прогнозного года.

Детальный подход осуществляется исходя из постатейного планирования отдельных показателей баланса в прогнозный период (дебиторская задолженность, запасы, кредиторская задолженность) на основании ретроспективных показателей оцениваемой компании и компаний отрасли.

После построения прогнозных балансов определяется собственный оборотный капитал для каждого прогнозного года, затем на основании полученных данных рассчитывается изменение собственного оборотного капитала, которое фиксируется в денежном потоке.

Капитальные вложения планируются, исходя из информации, предоставленной компанией, либо на основании информации, полученной при проведении финансового анализа.

Прогноз изменения долгосрочной задолженности осуществляется исходя из фиксации текущей кредитной истории компании, изучения представленных кредитных договоров и на основании полученной информации по планируемому привлечению заемных средств из внешних источников.

Определение ставки дисконтирования

С математической точки зрения ставка дисконта — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости компании.

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки. Вследствие риска, связанного с получением будущих доходов, ставка дисконта должна превышать безрисковую ставку и обеспечивать премии за все виды рисков, сопряженных с инвестированием в оцениваемую компанию.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется в качестве базы для оценки.

Для модели денежных потоков для собственного капитала используются метод кумулятивного построения, основанный на экспертной оценке премий за риск, связанный с инвестированием в конкретную компанию, и метод оценки ставки дисконта по модели оценки капитальных активов (САРМ), основанный на анализе массивов информации фондового рынка об изменении доходности свободно обращающихся акций.

Расчет ставки дисконта методом кумулятивного построения.

Основная расчетная формула при определении ставки дисконтирования методом кумулятивного построения имеет вид:

СТАВКА ДИСКОНТА равна

Сумме факторов:

1) Безрисковая ставка.

2) Фактор ключевой фигуры в руководстве, качество руководства компании.

3) Фактор размера компании.

4) Фактор финансовой структуры (источники финансирования компании).

5) Фактор товарной территориальной и производственной диверсификации.

6) Фактор диверсификации потребителей (клиентура).

7) Фактор качества прибыли, рентабельность и прогнозируемость.

8) Прочие риски (особенные, отраслевые).

Для инвестора безрисковая ставка представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данную компанию, на основе чего и выстраивается требуемая ставка дохода.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям) с аналогичным исследуемому проекту горизонтом инвестирования. Для оценки российских компаний в качестве безрисковой может быть принята ставка по вложениям с наименьшим уровнем риска (например, ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках), либо доходность по гособлигациям.

Оценка вышеуказанных факторов (ключевой фигуры, размера компании и т.п.) осуществляется по 5-балльной шкале на основании экспертной оценки.

Окончательный расчет ставки дисконта методом кумулятивного построения представляет собой суммирование всех вышеуказанных составляющих.

Расчет ставки дисконта по модели оценки капитальных активов (САРМ).

Основная расчетная формула при определении ставки дисконта по модели оценки капитальных активов (САРМ) имеет вид:

R =Rf + β x (Rm – Rf) + S1 + S2

где: R — ставка дисконта;

Rf — безрисковая ставка;

β — коэффициент "бета", являющийся мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране;

Rm — общая доходность рынка в целом (доходность среднерыночного портфеля ценных бумаг);

S1 — премия для малых компаний; учитывает размеры оцениваемой компании.

S2 — премия за риск инвестиций в конкретную компанию.

Величина безрисковой ставки дохода (Rf) определена ранее при расчете ставки дисконтирования кумулятивным методом.

Коэффициент β представляет собой меру систематического риска и рассчитывается методом ковариации и дисперсии, исходя из амплитуды колебания цен на акции оцениваемой компании или компаний-аналогов по сравнению с изменениями на фондовом рынке в целом.

Расчетная формула имеет вид:

β∑(r1 - r iср) х (rm- rmср)/∑(rm- rmср)²

где: ri — доходность акции на i -й момент времени;

r iср — средняя доходность акции за рассматриваемый период;

rm — доходность фондового рынка на i -й момент времени;

rmср — средняя доходность фондового рынка за рассматриваемый период.

Расчет коэффициента β производился в два этапа:

— расчет по котировкам акций сопоставимых компаний;

— расчет по отраслевым индексам.

В первом случае в качестве доходности акции на i -й момент времени (ri) принимается изменение ее котировок на фондовой бирже с момента предыдущего наблюдения (%). В качестве доходности фондового рынка (rm) используется изменение межотраслевого индекса за тот же период (%).

В случае отсутствия котировок акций оцениваемой компании расчет коэффициента производится на основании анализа котировок акций компаний к отрасли, которой принадлежит оцениваемая компания.

Общая доходность рынка в целом rm (ставка дохода среднерыночного портфеля ценных бумаг) определяется на основании данных информационных агентств, обзоров периодической печати и данных участников фондового рынка.

Определение средневзвешенной величины ставки дисконта

Окончательно ставку дисконта, используемую в расчетах, можно определять как средневзвешенное значение результатов, полученных при ее расчете кумулятивным методом и по модели оценки капитальных активов. При присвоении результатам весовых коэффициентов учитывались индивидуальные особенности, качество используемой информации и уровень субъективности каждого из применяемых методов определения ставки дисконта, в том числе следующие факторы:

модель оценки капитальных активов выведена при целом ряде допущений, основными из которых являются предположение о наличии эффективного рынка капитала совершенной конкуренции инвесторов, что ограничивает применение данного метода в настоящих российских условиях;

использование модели САРМ в сложившихся условиях ограничено в силу неразвитости фондового рынка. Хотя информации по обращению акций отдельных компаний достаточно для применения модели, возникает серьезный вопрос о возможности распространения полученных результатов на отрасль в целом.

С другой стороны, недооцененность большинства других компаний, акции которых фактически не котируются в настоящий момент, приводит к тому, что получаемая данным методом ставка дисконта значительно ниже ставки, получаемой для высоколиквидных акций. Очевидно, что такая ситуация неадекватно отражает уровень доходности и риска исследуемых компаний, что может внести определенную погрешность в выполняемые расчеты.

Кумулятивный метод определения ставки дисконта целиком основан на применении экспертных оценок, а значит, по сути своей субъективен. Определяемое методом значение ставки дисконта (оценки факторов риска) индивидуально и скорее всего будет различаться у разных инвесторов.

Кроме двух рассмотренных методов расчета ставки дисконтирования в современной оценочной практике используются и другие методы. Как правило, они применяются в том случае, если рассмотренные методы не возможны или затруднены в силу ряда причин.

Определение ставки дисконтирования по модели средневзвешенной стоимости капитала проводится по формуле

WACC=Ks Ws + Kd Wd ( 1 - T )

где: Ks - Стоимость собственного капитала (%)

Ws - Доля собственного капитала (в %) (по балансу)

Kd - Стоимость заемного капитала (%)

Wd - Доля заемного капитала (в %) (по балансу)

T - Ставка налога на прибыль (в %)

Метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала.

Модель Дюпона или метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала отражает среднюю доходность отрасли на активы или вложенный капитал. Для оценки этим методом используют показатели ROA (Return of Equity) и ROE (Return of Assets), которые содержат в себе все риски, присущие отрасли оцениваемой компании. Поэтому главным условием применения модели Дюпона является достаточная информация о состоянии отрасли. Модель Дюпона имеет следующий вид:

ROE = Profit/Equity,

ROA = Profit/Assets.

Модель Дюпона можно разложить на 3 и 5 факторов:

ROE=E/S\*S/A\*/A/E,

ROE=(EBIT/Sales/Assets\*Sales/Assets – E/Assets)\*Assets/E\*(1-E/EBT).

Для расчета ставки дисконтирования метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала выгодно применять, когда акции не котируются на бирже, т.е. являются наименее рыночными. Они не отражают настоящую, рыночную стоимость компании.

При использовании модели Дюпона обычно компании в отрасли разбивают на определенные группы, например, на мелкие, средние и крупные по размеру собственного капитала компании.

Рассчитанные для конкретной компании показатели сравнивают со среднеотраслевыми показателями. Информацию о показателях ROE и RОА по отрасли можно получить из среднеотраслевых обзоров аналитических агентств, из различных отраслевых рейтингов.

Метод рыночных мультипликаторов.

Этот метод применяется, когда есть достаточная информация об аналогах. Он заключается в расчете различного уровня прибыли на 1 акцию. Например, выделяют:

EBITDA/P — Earnings before Interests Taxes, Depreciation and Amortization (Прибыль до вычета амортизации, процентов и налогов в расчете на 1 акцию);

EBIT/P — Earnings before Interests Taxes (Прибыль до вычета процентов и налогов в расчете на 1 акцию);

EBT/P– Earnings before Taxes (Прибыль до вычета налогов в расчете на 1 акцию);

E/P — Earnings (Чистая прибыль в расчете на 1 акцию).

Достоинством использования рыночных мультипликаторов в качестве ставки дисконтирования является то, что рыночные мультипликаторы отражают в полной мере отраслевые риски. Недостаток заключается в том, что мультипликаторы не отражают риски, присущие исключительно оцениваемой компании.

Выбор корректного значения ставки дисконтирования должен, безусловно, основываться на основных теоретических подходах к его определению. Однако искусство финансового аналитика, занимающегося оценкой стоимости бизнеса, заключается в его умении учесть как характерные особенности конкретного проекта, так и реальные условия проведения сделки (характер и форма "оплаты" будущих экономических выгод, приобретаемых инвестором или кредитором, его альтернативные издержки и т.д.). В результате дополнительные усилия, затраченные на проработку указанных нюансов, обеспечат выполнившему их аналитику более сильные позиции при проведении переговоров о цене сделки с будущим инвестором.

Выбор метода расчета ставки дисконтирования в зависимости от конкретных условий.

1. Модель кумулятивного построения подходит для расчета ставки дисконтирования тогда, когда цель оценки предполагает более значимую роль внутренних факторов, чем внешних.

2. Модель САРМ предполагает сильное влияние рыночных факторов, поэтому ее эффективно использовать при высокой рыночной активности компании, а также при выходе компании на рынок.

3. Определяющим фактором выбора модели WАСС является оценка инвестиционной и страховой стоимости компании или проекта.

4. Метод рыночных мультипликаторов применяется при открытости компании рынку, т.к. мультипликаторы отражают в полной мере отраслевые риски. Его выгодно применять, когда есть достаточная информация об аналогах. Он заключается в расчете различного вида прибыли на 1 акцию.

5. Метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала (RОА, RОЕ) выгодно применять, когда акции не котируются на бирже, т.е. являются наименее рыночными. Рассчитанные для конкретной компании показатели сравнивают со среднеотраслевыми показателями.

1. На модель кумулятивного построения влияют следующие факторы:

— капитал (собственный).

2. На модель САРМ влияют следующие факторы:

— капитал (собственный);

— открытость рынку (акции котируются на бирже);

— типичность (типичное поведение на рынке).

3. На модельWАСС влияют следующие факторы:

— капитал (инвестированный).

4. На расчет методом рыночных мультипликаторов влияют следующие факторы:

— открытость рынку (акции котируются на бирже);

— типичность (типичное поведение на рынке).

5. На расчет методом RОА, RОЕ влияют следующие факторы:

— капитал (собственный);

— типичность (типичное поведение на рынке).

На основе вышеизложенного можно сделать следующие выводы:

1. Модель кумулятивного построения наиболее успешно можно применить в любом случае при оценке собственного капитала. Выбор расчета не зависит от рыночной активности компании.

2. Модель САРМ является самой ограниченной для расчета, т.к. на нее влияет максимальное количество факторов. Она может применяться только для оценки собственного капитала, для оценки компании, акции которой котируются на фондовой бирже, а также если показатели компании характерны для рынка в целом.

3. Модель WАСС является универсальной моделью для оценки инвестированного капитала. На расчет ставки дисконтирования этим методом также влияет поведение компании на рынке.

4. Метод рыночных мультипликаторов наиболее успешно применим при высокой рыночной активности компании и при типичном поведении на рынке.

5. Метод среднеотраслевой рентабельности активов и капитала (RОА, RОЕ) не зависит от рыночной активности, но может применяться только для оценки собственного капитала и если показатели компании характерны для рынка в целом.

Анализ существующих методик расчета ставки дисконтирования как в России, так и за рубежом, позволяет сделать вывод, что нельзя выбрать какую-то одну модель как наиболее эффективную и подходящую для всех рыночных ситуаций. Эффективная модель выбирается в зависимости от конкретной цели оценки и от особенностей, присущих конкретной компании, а также в зависимости от доступности информации.

Расчет величины стоимости компании в постпрогнозный период

Определение стоимости компании в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы компании стабилизируются, и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

Для расчета стоимости компании в постпрогнозный период можно использовать следующие методы:

1) Модель Гордона.

2) Метод чистых активов.

3) Метод ликвидационной стоимости (если предполагается ликвидация компании по окончании прогнозного периода).

Для нормально действующей компании расчет стоимости в постпрогнозный период производится по модели Гордона. Данный метод предполагает капитализацию годового дохода постпрогнозного периода в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. При отсутствии в прогнозе темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконта.

Модель Гордона основана на следующих допущениях:

1) Прогнозный период должен продолжаться до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются.

2) Величина износа и капиталовложений в остаточный период равны между собой.

Расчетная формула определения стоимости компании в постпрогнозный период имеет вид:

Vост = ДПост/R-g

где: Vост — остаточная стоимость компании в постпрогнозный период;

ДПост — денежный поток в первый год постпрогнозного периода;

g — ожидаемые долгосрочные среднегодовые темпы роста доходов в постпрогнозный период; планируются с учетом роста денежных потоков за последние два года прогнозного периода (в период их стабилизации);

R — ставка дисконтирования.

Полученная таким образом остаточная стоимость компании в постпрогнозный период (Vост) определена на момент окончания прогнозного периода.

Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период, а также их суммарного значения.

Предварительная величина рыночной стоимости оцениваемой компании состоит из двух составляющих:

1) Текущая стоимость денежных потоков в течение прогнозного периода.

2) Текущая стоимость стоимости компании в постпрогнозный период.

Текущая стоимость будущих доходов определяется по фактору "текущей стоимости единицы" при ежегодном начислении процентов по определенной ставке дисконтирования и времени получения дохода.

Поскольку денежные потоки компания получает равномерно в течение всего года, при дисконтировании денежных потоков применяется фактор текущей стоимости на середину периода, рассчитанный по формуле:

ФТСдп = 1 / (1+i)n-0,5

где: ФТСдп — фактор текущей стоимости единицы (на середину периода), используемый при дисконтировании денежных потоков;

i — ставка дисконтирования;

n — период до момента получения денежных потоков, лет.

Остаточная стоимость компании в постпрогнозный период приводится к текущим (на дату оценки) стоимостным показателям по той же ставке дисконта, что применяется для дисконтирования денежных потоков прогнозного периода. Дисконтирование стоимости компании в постпрогнозный период к ее текущему значению производится по фактору текущей стоимости на конец последнего прогнозного года по формуле:

ФТСдп = 1 / (1+i)n

где: ФТСост — фактор текущей стоимости единицы (на конец периода), используемый при дисконтировании стоимости компании в постпрогнозном периоде;

i — ставка дисконтирования;

n — период до конца прогнозного периода (5 лет).

Рыночная стоимость собственного капитала оцениваемой компании до внесения поправок определяется как сумма текущих стоимостей денежных потоков и стоимости компании в постпрогнозный период.

Расчет обоснованной величины стоимости бизнеса методом дисконтированных денежных потоков с учетом заключительных поправок

Полученная выше рыночная стоимость оцениваемой компании представляет собой величину стоимости его собственного капитала, рассчитанную на основе текущей (прогнозируемой) деятельности. Она не включает стоимость избыточных (неоперационных) активов, которые не принимают участия в формировании денежного потока. Эти активы подлежат отдельной оценке, результат которой затем должен быть прибавлен к величине предварительной стоимости собственного капитала, полученной путем дисконтирования денежных потоков от текущей (прогнозируемой) деятельности.

Также, если компания имеет избыточный собственный оборотный капитал, его величина прибавляется к стоимости собственного капитала. В случае недостатка собственного оборотного капитала стоимость собственного капитала уменьшается на соответствующую величину.

Таким образом, после определения предварительной величины стоимости собственного капитала оцениваемой компании для получения окончательной величины его рыночной стоимости вводятся перечисленные выше поправки.

Поправка на величину неоперационных активов

К неоперационным активам относятся объекты, не планируемые к использованию (например, непрофильные активы), объекты c незавершенным строительством, а также объекты социальной сферы, планируемые к перепрофилированию и продаже и т.п. Данные об этих данных активах могут быть получены на основании Финансового анализа.

В качестве корректирующей величины можно использовать либо остаточную стоимость, приведенную на дату оценки вышеуказанных активов, либо рыночную стоимость указанных объектов.

Поправка на избыток (дефицит) собственного оборотного капитала.

Поправка на избыток (дефицит) собственного оборотного капитала определяется как разница между фактической (рассчитанной по данным бухгалтерской отчетности компании на последнюю отчетную дату без учета дебиторской задолженности, не реальной к взысканию, а также мораторной кредиторской задолженности) и требуемой (рассчитанной по планируемым показателям оборачиваемости) величинами собственного оборотного капитала.

Согласование полученных результатов.

Окончательная рыночная стоимость собственного капитала определяется как средневзвешенная величина результатов, полученных при его оценке по пессимистическому, наиболее вероятному и оптимистическому сценариям развития компании в прогнозный период.

Осуществление процедуры проверки. При проведении оценки бизнеса компании доходным подходом важно не допустить следующие ошибки:

прогнозируемый рост выручки должен отражать перспективы развития отрасли и ретроспективных тенденций развития компании;

сумма затрат должна корректироваться на нетипичные, либо не стандартные затраты, фактически необоснованно завышающие себестоимость;

полученная чистая прибыль компании должна корректироваться на величину расходов, связанных с содержанием объектов социальной сферы, также при прогнозировании должна учитываться действующая система налогообложения;

при осуществлении приведения планируемых денежных потоков к текущей стоимости коэффициент текущей стоимости должен рассчитываться на основании ставки дисконта для середины года, в случае приведения стоимости бизнеса в постпрогнозном периоде к текущей стоимости коэффициент текущей стоимости должен определяться для конца года;

при расчете стоимости бизнеса в постпрогнозном периоде с помощью модели Гордона величина износа должна быть равна величине капитальных вложений.

Согласно концепции EVA стоимость компании - представляет собой ее балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущих EVA

Остановимся более подробно на анализе основных моментов данной концепции.

Очевидно, что наибольший прирост стоимости любой компании в первую очередь вызван ее инвестиционной активностью, которая может быть реализована как за счет собственных так и за счет заемных источников. Основная идея, обосновывающая целесообразность использования EVA, состоит в том, что инвесторы (в лице которых могут выступать собственники компании) компании должны получить норму возврата за принятый риск. Другими словами, капитал компании должен заработать по крайней мере ту же самую норму возврата как схожие инвестиционные риски на рынках капитала. Если данного момента не происходит, то отсутствует реальная прибыль, и акционеры не видят выгод от инвестиционной деятельности компании.

Таким образом, положительное значение ЕVА характеризует эффективное использование капитала, значение ЕVА равное нулю, характеризует определенного рода достижение, так как инвесторы владельцы компании фактически получили норму возврата, компенсирующую риск, отрицательное значение ЕVА характеризует неэффективное использование капитала.

Оценка бизнеса компании на основе показателя EVA

С помощью показателя EVA также можно рассчитать стоимость компании.

Стоимость компании (Firm Value) = Ранее инвестированный капитал (Capital Invested in Assets in Place) + Текущая добавленная стоимость от капитальных вложений (PV of EVA from Assets in Place) + Сумма текущих добавленных стоимостей от новых проектов (Sum of PV of EVA from new projects)

Необходимо учитывать, что простота расчета показателя EVA является лишь кажущимся явлением. Разработчиком данной модели (Stewart G. Bennett) предусматривается перечень возможных поправок и корректировок величины NOPAT и инвестированного капитала, участвующих в расчете.

Прибыль от продаж, скорректированная на % (EBIT или Operating profit after depreciation and amortization) + Процентные платежи по лизингу (Implied interest expense on operating leases) + Увеличение по сравнению с ценой приобретения запасов, учтенных по методу LIFO (Increase in LIFO reserve) + Амортизация Гудвилла (Goodwill amortization) + Увеличение резерва по сомнительным долгам (Increase in bad debt reserve) + Увеличение затрат на НИОКР, долгосрочного характера (Increase in net capitalized research and development) - Величина гипотетических налогов (Hypotical taxes или Cash operating taxes)

NOPAT

Балансовая стоимость обыкновенных акций (Book value of common equity) + Привилегированные акции (Preferred stock) + Доли меньшинства (Minority interest) + Отсроченные налоги (Deferred income tax reserve) + Резерв ЛИФО (LIFO reserve) + Накопленная Амортизация Гудвилла (Accumulated goodwill amortization) + Краткосрочная задолженность, по которой начисляются проценты (Interest-bearing short-term debt) + Долгосрочный заемный капитал (Long-term debt) + Капитализированный лизинг (Capitalized lease obligations) + Текущая стоимость некапитализируемого лизинга (Present value of non capitalized leases)

Метод капитализации дохода

Согласно методу капитализации дохода рыночная стоимость бизнеса определяется по формуле:

Vm = Д / K = Д x M ,

где: Vm — оцениваемая стоимость.

Д — доход.

К — коэффициент капитализации.

М — мультипликатор.

Капитализация — это превращение денежного потока в стоимость путем деления или умножения (чаще деления) рассчитанной величины потока дохода на коэффициент капитализации или мультипликатор.

Суть метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которой рассчитывается рыночная стоимость компании. Использование данного метода заставляет оценщика решать следующие задачи:

1. Определить продолжительность анализируемого периода.

2. Определить капитализируемую базу.

3. Определить коэффициент капитализации.

4. Рассчитать рыночную стоимость.

Существует множество методов капитализации дохода предприятия, различающиеся в зависимости от принятых для базы (видов) дохода и фактора, на который делятся или умножаются эти доходы. Так, например, можно выделить:

капитализацию чистого дохода (до налогообложения, выплаты процентов и капитализации затрат);

капитализацию чистого дохода (после налогообложения, выплаты процентов и капитальных затрат);

капитализацию фактических дивидендов;

капитализацию потенциальных дивидендов;

использование мультипликаторов: цена/прибыль, цена/выручка и др.

При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это может быть несколько периодов в прошлом, обычно пять, а могут использоваться данные о доходах за несколько периодов в прошлом и прогнозы на ближайшее будущее. Например, могут быть использованы данные о доходах за 2 ближайших периода в прошлом, за текущий период и за 2 года в будущем.

В качестве анализируемого периода можно выбрать три периода в прошлом, либо два периода в прошлом, один в настоящем и два прогнозных периода. Особое внимание следует обращать на сопоставимость используемых показателей.

Капитализируемой базой, как правило, является скорректированная прибыль компании, тем не менее в практике иногда не используется выручка, либо финансовый результат до налогообложения.

Показатель чистой прибыли обычно используется для оценки компаний, в активах которых преобладает быстроизнашивающееся оборудование. Для компаний, обладающих значительной недвижимостью, балансовая стоимость которых уменьшается, а фактическая остается почти неизменной, предпочитают использовать денежный поток.

Следующий важный вопрос, который возникает при расчете чистого дохода — выбор способа его расчета. Простейшим способом является расчет по формуле средней арифметической чистого дохода. Более точно рыночную стоимость обычно удается рассчитать в случае определения чистого дохода по формуле средневзвешивания или тренду.

Если в динамике показателя чистого дохода за выбранный ретроспективный период не прослеживается какой-либо четкой тенденции, то базовый показатель чистого дохода компании может быть получен как среднеарифметическая за этот период.

Если же аналитик считает, что для прогноза будущих чистых доходов наиболее важными являются чистые доходы за последние периоды, то он использует весовые коэффициенты.

Пример:

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| ЧД  | Вес. коэфф.  |   |
| 30 тыс.  | 1  | =30  |
| 34 тыс.  | 2  | =68  |
| 37 тыс.  | 3  | =111  |
| 41 тыс.  | 4  | =164  |
| 44 тыс.  | 5  | =220  |
|   | 15  | =593  |

Средневзвешенный чистый доход равен 593 : 15 = 39,5 тыс.

Если предполагается, что тенденция динамики чистого дохода сохранится и на перспективу, то его величина определяется на основе тренда. Для этого используется уравнение трендовой прямой

у = а + b \* х,

где: у — чистый доход в i -ом году;

х — вес i -го года;

а и b — коэффициент, который рассчитывается:

а = ∑у-b(∑x)/n

d = n(∑xy) – (∑x) \*(∑y)/ n(∑x²) – (∑x) ²

n — число периодов наблюдения.

В некоторых случаях для оценки компаний используется объем валовой выручки. Он чаще всего применяется для определения рыночной стоимости бизнеса в сфере услуг.

Иногда для оценки АО используется капитализация дивидендов.

Этот метод предпочтителен для акционеров, не обладающих контрольным пакетом акций, а влиять на политику общества по вопросу выплаты дивидендов они не могут. Для акционеров, обладающих контрольным пакетом, предпочтительнее использование метода капитализации чистого дохода. В качестве коэффициента капитализации может быть использована:

1. Норма прибыли, скорректированная на уровень риска.

2. Ставка капитализации по сопоставимым компаниям.

Область применения методов капитализации

Методы применяются в тех случаях, когда имеется достаточное количество данных для оценки дохода. Доход является стабильным или, по крайней мере, ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим или темпы их роста — умеренны. Это касается, например, бизнеса основанного на арендной плате, постоянной клиентской базе и т.п. на многие годы вперед. В силу того, что текущая стоимость очень чувствительна к изменениям коэффициента капитализации, для использования метода прямой капитализации необходимо тщательное обоснование коэффициента капитализации.

Достоинства и недостатки метода капитализации

Основное преимущество — простота расчетов. Другое преимущество состоит в том, что метод прямой капитализации так или иначе непосредственно отражает рыночную конъюнктуру. Однако метод не следует применять, когда:

Отсутствует информация о рыночных сделках или не проведен их экономический анализ.

Если бизнес находится в стадии становления (еще не построен): не вышел на режим стабильных доходов или отсутствует информация о них.

Когда объект требует серьезной реструктуризации.

Подходы и методы в оценке стоимости предприятия (бизнеса)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Доходный подход | Затратный подход | Сравнительный подход |
| Метод капитализации дохода | Метод чистых активов | Метод отраслевых коэффициентов |
| Метод дисконтирования денежных потоков | Метод ликвидационной стоимости  | Метод стоимости замещения |
| Метод экономической добавленной стоимости |  | Метод ретроспективных сделок |
| Метод капитализации дивидендов |  | Метод компаний-аналогов |
| Доходный подход | Затратный подход | Сравнительный подход |
| Метод капитализации дохода | Метод чистых активов | Метод отраслевых коэффициентов |
| Метод дисконтирования денежных потоков | Метод ликвидационной стоимости  | Метод стоимости замещения |
| Метод экономической добавленной стоимости |  | Метод ретроспективных сделок |
| Метод капитализации дивидендов |  | Метод компаний-аналогов |

2.2 Затратный подход

Затратный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, а также нового строительства, для определения варианта наилучшего и наиболее эффективного использования земли, а также в целях страхования.

Затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Базовой формулой в имущественном (затратном) подходе является:

Собственный капитал = активы — обязательства

Данный поход представлен двумя основными методами:

методом стоимости чистых активов;

методом ликвидационной стоимости.

Метод стоимости чистых активов включает несколько этапов:

1. Оценивается недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости.

2. Определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования.

3. Выявляются и оцениваются нематериальные активы.

4. Определяется рыночная стоимость финансовых вложений как долгосрочных, так и краткосрочных.

5. Товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость.

6. Оценивается дебиторская задолженность.

7. Оцениваются расходы будущих периодов.

8. Обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость.

9. Определяется стоимость собственного капитала, путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

Применяется метод стоимости чистых активов в случае, если:

Компания обладает значительными материальными активами;

Ожидается, что компания по-прежнему будет действующим предприятием.

Показатель стоимости чистых активов введен первой частью Гражданского кодекса РФ для оценки степени ликвидности организаций. Чистые активы — это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету.

Проведение оценки с помощью методики чистых активов основывается на анализе финансовой отчетности. Она является индикатором финансового состояния предприятия на дату оценки, действительной величины чистой прибыли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов.

Основные документы финансовой отчетности, анализируемые в процессе оценки:

бухгалтерский баланс;

отчет о финансовых результатах;

отчет о движении денежных средств;

приложения к ним и расшифровки.

Кроме того, могут использоваться и другие официальные формы бухгалтерской отчетности, а также внутренняя отчетность предприятия.

Предварительно оценщик проводит инфляционную корректировку, цель которой — приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду; учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта.

Простейшим способом корректировки является переоценка всех статей баланса по изменению курса рубля относительно курса более стабильной валюты, например, американского доллара.

Отличительной особенностью затратного подхода при оценке стоимости предприятия является то, что для целей оценки активы предприятия разбивают на группы, оценивают каждую часть, затем суммируют полученные стоимости.

Алгоритм данного подхода следующий:

На первом этапе производят анализ активов предприятия и выделяют составные части, оценка стоимости которых будет производиться. Например, при оценке стоимости предприятия могут быть выделены следующие составные части: земля, здания, коммуникации, нематериальные активы, финансовые активы, сырье, материалы, машины и оборудование и т.п. В каждой группе активов можно выделить подгруппы.

На втором этапе оценщик выбирает наиболее приемлемый метод оценки для каждой группы (подгруппы) активов, выполняет необходимые расчеты.

Определяется итоговая величина стоимости предприятия. Ликвидационная стоимость предприятия представляет собой разность между суммарной стоимостью всех активов предприятия и затратами на его ликвидацию.

2.3 Сравнительный подход

Сравнительный подход особенно полезен тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как, применяя данный подход, оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов. Эти данные включают: физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования.

Основным принципом расчетных моделей, использующих метод стоимости замещения, является принцип компаний-аналогов. Данный принцип заключается в том, что при наличии на рынке аналогичных объектов купли-продажи инвестор не заплатит за данный объект большую стоимость, чем за объект-аналог.

Метод компаний-аналогов также может основываться на рыночных ценах акций аналогичных компаний. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Поэтому данные о компании, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок должны послужить ориентиром для определения цены оцениваемой компании.

Метод ретроспективных сделок основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний.

Метод отраслевых коэффициентов позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики.

Оценка страховой компании, как и оценка любого другого предприятия, может проводиться всеми тремя оценочными подходами – сравнительным, затратным и доходным. Однако процесс оценки страховой компании имеет свои особенности. Эти особенности обусловлены как самой природой страхового дела и особенностями учета страховой компании, так и наличием строгих нормативных требований со стороны государственных органов, регулирующих страховую деятельность.

Основная трудность при оценке страховых компаний затратным подходом - это оценка неосязаемых нематериальных активов, которые не отражены в бухгалтерском балансе. В отличие от производственных предприятий, основные средства которых обычно состоят из недвижимости, оборудования и других осязаемых активов, страховые компании (и другие компании финансового сектора) больше средств инвестируют в неосязаемые активы – такие как узнаваемость торговой марки, человеческий капитал, клиентская база, и т.п. Из-за особенностей бухгалтерского учета, эти инвестиции, (которые, по сути, являются инвестициями в основные средства для страховой компании) часто учитываются как операционные расходы и не увеличивают размера бухгалтерских активов страховой компании.

К таким активам страховой компании можно отнести и наличие лицензии на право проведения страховой деятельности, и наличие штата квалифицированных работников, которые возможно, работают в компании уже длительное время, и узнаваемость названия страховой организации среди потребителей страховых услуг, которая была достигнута длительной работой на рынке и существенными затратами на продвижение своих услуг, и сложившуюся клиентскую базу.

Проводя анализ финансово-хозяйственной деятельности оцениваемой страховой необходимо идентифицировать ее неосязаемые активы, которые могут иметь стоимость в глазах потенциальных покупателей.

После идентификации, стоимость этих активов необходимо оценить. Обычно, при оценке рыночной стоимости неосязаемых нематериальных активов, принято использовать методы доходного подхода, которые основаны на капитализации избыточной (по сравнению со среднеотраслевыми показателями) прибыли. Но специфика бухгалтерского учета в страховых компаниях состоит в том, что большая доля доходов страховой организации может отчисляться в страховые резервы или направляться на оплату операций перестрахования, что значительно уменьшает величину чистой прибыли и делает показатель прибыли не столь важным с точки зрения ценности для потенциального покупателя. В российских условиях это усугубляется еще и тем, что менеджмент страховых компаний зачастую искусственно увеличивает отчисления в страховые резервы, используя эти отчисления как средство минимизации налога на прибыль, что приводит к еще большему уменьшению доли чистой прибыли в доходах страховой компании.

Страховые компании сильно зависимы от общей экономической ситуации. Страховые услуги не являются "предметами первой необходимости", поэтому спрогнозировать свободный денежный поток страховой компании в условиях экономической нестабильности также не представляется возможным. Также прогнозирование денежных потоков страховщика затруднено тем, что зависят от обязательств (страховых случаев и выплат), которые не определены и имеют вероятностный характер. "Рекордное количество снега, выпавшее на Востоке США привело к не менее рекордному увеличению количества страховых случаев. Непогода, как нарочно, выбрала наиболее заселенные районы с большим количеством жилых домов и офисных зданий.

Поврежденные дома и автомобили, жители, получившие ранения и обморожения, в связи с природным катаклизмом, все это не добавило радости американским страховым компаниям.

Так Выплаты по страховым случаям, связанным с буйством природы в начале 2010 года в США, могут составить более $2 млрд., и это на фоне рекордно благополучного 2009г."

Также следует отметить, что стоимость неосязаемых активов успешно действующей страховой компании может быть весьма высока и превышать 50% от общей стоимости компании.

В связи с вышесказанным для оценки эффективности слияния ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева",был выбран метод ретроспективных сделок основанный на анализе сделок купли-продажи сходных компаний.

Глава 3. Анализ результатов реализации тактики слияния ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева"

3.1 Активизация слияний и поглощений на страховом рынке. Стратегии выхода на российский рынок страхования, применяемые мировыми лидерами страхового рынка

До 2005-2006 гг. российский страховой рынок не отличался высокой активностью в сфере слияний и поглощений. Этому есть несколько объяснений. Во-первых, уровень проникновения страхования в экономику и растущий рынок позволял компаниям активно развиваться и находить клиентов. Во-вторых, сложность процедуры слияния бизнесов и традиционная непрозрачность отечественных компаний практически сводили на нет деятельность в данной сфере. И в-третьих, особенностью российского рынка страхования являлось то, что гораздо проще не купить компанию, а перекупить команду менеджеров конкурента, которая принесет дополнительных клиентов.

В последние годы ситуация изменилась, и наблюдается значительная активность как российских так и иностранных компаний на рынке слияний и поглощений.

Одной из наиболее заметных сделок 2005 года стала покупка группой СОГАЗ страховой компании "Нефтеполис". Согласно официальным сообщениям, ОАО "СОГАЗ" победило в аукционе по продаже 85%-ной доли в уставном капитале ООО "СК "Нефтеполис", заплатив 363,5 млн руб. Это первое в российской истории слияние двух страховщиков, специализировавшихся на страховании аффилированных корпоративных клиентов (т.н. "кэптивном" страховании). СОГАЗ в данном случае получил доступ к страхованию "Роснефти" чем заметно усилил свои позиции в страховании нефтегазовой отрасли. К тому же, "Нефтеполис" имел довольно сильные позиции в рознице, что было необходимо СОГАЗу для более активного входа в массовый сегмент страхования.

Покупателем группы компаний "Прогресс Нева" выступила компания "Ренессанс Страхование", стремящаяся укрепить свои позиции на Северо-Западе. Это свидетельствует о том, что этот рынок перспективен и понятен "московским" страховщикам. Однако страховщиков на рынке Санкт-Петербурга, независимых от московских страховщиков, осталось немного, а среди привлекательных для поглощения до недавнего времени оставалась компания "Русский мир", перешедшая под контоль Росгосстраха в 2009 году.

Компания "Медэкспресс" стала очередной компанией из Санкт-Петербурга, потерявшей независимость от федеральных страховщиков. Покупка контрольного пакета "Медэкпресса" согласуется со стратегией РОСНО, направленной на достижение лидерства по приоритетным видам страхования в регионах. Сделку можно назвать удачной: РОСНО получило не просто билет на медицинский сегмент страхового рынка Санкт-Петербурга, а лидера регионального рынка. Серьезность намерений РОСНО на рынке медицинского страхования Санкт-Петербурга подтвердила сделка по покупке страховой компании "РусМед", работающей на рынке Петербурга и Ленинградской области, проведенная дочерней компанией РОСНО "РОСНО-МС".

В мае 2005 г. ОСАО "Ингосстрах" приобрело 71,25% акций ОАО "Чрезвычайная страховая компания" у Гута-групп. ЧСК специализируется на обязательном государственном страховании военнослужащих и приравненных к ним в обязательном страховании лиц: 64% сборов и 88% выплат компании в 2005 году пришлись на этот вид. Если для "Гута-групп" продажу ЧСК можно рассматривать в рамках реструктуризации бизнеса, то для "Ингосстраха" приобретение необходимо рассматривать в контексте подготовки к введению закона об обязательном страховании опасных объектов. Предполагается, что тесное сотрудничество с МЧС через ЧСК позволит усилить конкурентные позиции

В 2006 году контрольный пакет акций "Стандарт-Резерва" примерно за $33 млн. был перепродан структурам Банка Москвы, а затем вошел в состав "Столичной страховой группы"

СОГАЗ завершил приобретение одного из ведущих страховщиков Северо-Западного федерального округа – страховую группу "Шексна". Антимонопольный орган уже рассматривает соответствующее ходатайство. Наряду с СК "Шексна" в состав Группы "Согаз" войдут ее дочерние компании: – ОАО "МСК "Шексна-М" и ЗАО "Шексна-Жизнь".

Также СОГАЗ отметился M&A активностью и в азиатском регионе. Стало известно о возобновлении переговоров о приобретении кыргызстанских и узбекистанских страховых компаний. Компанию прежде всего интересуют корпоративные страховщики, стоимость которых существенно упала в связи с кризисом.

Заметной сделкой в 2009 году явилась покупка "Россгосстрахом" страховой компании "Капитал Страхование". Ранее в рамках группы ИФД Капитал "Капитал Страхование" являлся кэптивным страховщиком "Лукойла". Эту сделку можно рассматривать в рамках стратегии избавления от непрофильных активов акционеров "Лукойла", увеличившими свои доли в нефтяном бизнесе. Для "Россгосстраха" сделка имеет смысл, только если она дополнена договоренностями о том, что Лукойл не выведет страхуемый бизнес из новой структуры. Общая для российского рынка угроза ухода основных клиентов вскоре после сделки наиболее очевидна при покупке кэптивной компании. Поэтому фактически "Россгосстрахом платит не за "оболочку" в виде юридического лица, не за его чистые активы, а за укрепление своих позиций в корпоративном сегменте и переход крупного клиента — "Лукойла".

В то же время, российский страховой рынок испытывает острый недостаток капитала. Именно поэтому Минэкономразвития РФ предлагает поднять величину минимального размера уставного капитала страховых компаний с нынешнего уровня в 30 млн рублей (120 млн. для компкний, занимающихся перестрахованием) до 180 млн рублей. Такая поправка включена в пакет предлагаемых законодательных изменений, направленных на укрепление финансовой устойчивости страховых компаний и предупреждение банкротства. Таким образом, мелкие и средние страховые компании, которые не смогут самостоятельно достигнуть пороговой планки, вынуждены будут объединяться с равными или поглощаться более крупными страховщиками. Другой вариант - это продажа контрольного пакета акций российским и зарубежным страховым компаниям или стратегическим инвесторам, обладающим крупным капиталом. В последние годы российские компании начали показывать реальную прибыль, а рынок в целом быстро капитализироваться, причем как за счет собственных средств страховщиков, так и за счет вложений инвесторов.

Несмотря на падение рынка слияний и поглощений, в российской страховой отрасли наблюдается определенна активность.

При этом особенностью слияний и поглощений на российском рынке страхования является то, что купленные компании продолжают работать в качестве отдельных юридических лиц. Это связано в основном с маркетинговой политикой — купленная компания зачастую обладает довольно сильным брендом.

В условиях западной экономики объединение страховщиков (группа, холдинг) показало себя жизнеспособной, подвижной и эффективной, формой управления капиталами. Примером таких компаний являются группа Alliance, включающая в свой состав три российские дочерние компании "РОСНО", "Прогресс Гарант", "Альянс РУС", а также Группа ERGO, объединяющая более 7 немецких страховых компаний, и начавшая свою деятельность в России, покупкой компании "Русь". ERGO вместе с перестраховочной компанией Munich Re составляют один из крупнейших в мире страховых холдингов.

Существует два варианта выхода на российский рынок – как международный бренд, самостоятельно, или через приобретение российской страховой компании. Приобретение действующего страховщика имеет определенные преимкщества. Во-первых – более легкая адаптация на российском рынке. Во-вторых, как правило, такие компании уже обладают собственной клиентской базой, знанием конкурентной ситуации и имеют отлаженные отношения с партнерами и органами власти. Первые попытки выйти на российский рынок, как правило, осуществлялись иностранными компаниями путем регистрации в России своих 100% дочек. Таким путем пошли компании AIG, Zurich, Aviva, ACE, и это была первая волна иностранных компаний

В последнее время состоялись несколько крупных сделок с участием иностранных страховщиков

Немецкая страховая компания Allianz продолжает консолидировать акции страховой компании "Росно". Доля Allianz составляла 99,362%., по сравнению с третьим кварталом 96,784%. Allianz купил за 26 млн. евро 45% акций в 2001 году у АФК "Система". А в 2007 году докупил еще 49% акций "РОСНО" за 750 млн долл.

В феврале 2007 года Группа Zurich подписала соглашение о приобретении 66% капитала НАСТА с согласованным увеличением доли до 100% к 2010 году. НАСТА, практики The Zurich Way во всех ключевых направлениях бизнеса, таких как андеррайтинг, урегулирование убытков, дистрибуция и формирование резервов.

В 2008 году компания "РЕСО" установила рекорд. Приобретение французским страховщиком AXA 36,7% бумаг российской "РЕСО-Гарантии" завершилось. Стоимость сделки рекордная для российского страхового общества — $1,15 млрд. Это обязательно окажет резонансное воздействие на весь рынок. "РЕСО-Гарантия" создана в 1991 году, входит в число ведущих отечественных игроков отрасли страхования по объему собранных премий и является одним из лидеров в области розничного страхования.

Второй по величине страховщик Европы французская АХА приобрела 36,7% акций российского страховщика "РЕСО-Гарантия". Сделка была закрыта 17 июня и обошлась французам в 810 млн евро ($1,15 млрд). Соглашение предусматривает возможность дальнейшего выкупа акций "Ресо" в 2010-2011 годах.

Также сменила владельца СК "Россия", ее ключевыми акционерами являются компании, находящиеся под мандатом инвестиционно-консалтинговой группы EastOne. Владельцем группы "Россия" Пинчук стал осенью 2009 г.

Это наиболее значимые сделки по слияниям и поглощениям на российском страховом рынке.

3.2 Анализ эффективности слияния компаний ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева"

В данной работе я остановил свой выбор на методе ретроспективных сделок. По сравнению с методами доходного подхода, он намного точнее отражает рыночные настроения. Это может быть преимуществом, когда важно, чтобы цена отражала эти настроения, как в случае определения цены первичного размещения ценных бумаг.

Стоит отметить, что, в случаях применения затратного (имущественного) подхода так или иначе оценивают бухгалтерскую (балансовую) стоимость имущественного комплекса предприятия (бизнеса). "При этом практически игнорируется стоимость социального предназначения предпринимательской идеи и миссии предприятия, а также нематериальные активы". Проведение индивидуальной оценки стоимости нематериальных активов, таких как ноу-хау, товарная марка, клиентская база, - достаточно сложный и субъективный процесс.

Основная трудность при оценке страховых компаний затратным подходом - это оценка неосязаемых нематериальных активов, которые не отражены в бухгалтерском балансе. В отличие от производственных предприятий, основные средства которых обычно состоят из недвижимости, оборудования и других осязаемых активов, страховые компании (и другие компании финансового сектора) больше средств инвестируют в неосязаемые активы – такие как узнаваемость торговой марки, человеческий капитал, клиентская база, и т.п. Из-за особенностей бухгалтерского учета, эти инвестиции, (которые, по сути, являются инвестициями в основные средства для страховой компании) часто учитываются как операционные расходы и не увеличивают размера бухгалтерских активов страховой компании.

К таким активам страховой компании можно отнести и наличие лицензии на право проведения страховой деятельности, и наличие штата квалифицированных работников, которые возможно, работают в компании уже длительное время, и узнаваемость названия страховой организации среди потребителей страховых услуг, которая была достигнута длительной работой на рынке и существенными затратами на продвижение своих услуг, и сложившуюся клиентскую базу.

Также серьезной проблемой для инвестора становится оценка рыночной стоимости страховой компании, на основе которой можно выявить и исследовать факторы, связанные непосредственно с риском и эффективностью инвестирования. Очевидно, что стоимость страховой компании и ее бизнеса зависит от многих факторов, каждый из которых в отдельности является важным и обязательно должен учитываться при ее оценке.

В числе этих факторов:

- Состав акционеров и степень их влияния на работу компании; - Уровень методологической базы и состояние автоматизированной системы обработки страховой информации; - Разветвленность филиальной сети и каналов продаж, включая состояние агентской сети; - Объем собираемой страховой премии, структура страхового портфеля, доли в нем ритейлового бизнеса и приверженность компании к "серому" страхованию; - Занимаемая ниша на страховом рынке и возможность ее расширения; - Соответствие величины сформированных резервов объемам имеющихся в компании обязательств перед страхователями; - Надежность размещения временно свободных средств; - Надежность партнеров по перестрахованию и обоснованность собственного удержания страховой компании; - Величина уставного капитала и структура активов, внесенных в его оплату; - Взаимоотношения с надзорными и налоговыми органами (отсутствие нелицензионной деятельности и предписаний); - Оценка аудиторами деятельности компании и т. д. Результаты проведенного экспресс-анализа тем будут вернее, чем достовернее будет бухгалтерская отчетность , на основе которой считаются показатели. 3. При расчете показателей, в которых участвует собственный капитал, необходимо до расчета таких показателей "извлечь" из показателя "Собственный капитал" элементы искусственно его "раздувающие", например, вычесть из него суммы размещенных в банках-учредителях депозитов (если среди учредителей СК имеются Банки в которых у СК размещены активы), вычесть суммы долгосрочных и, возможно, краткосрочных векселей, выписанных компаниями - учредителями анализируемой страховой компании или аффилированными им лицами (на соответствующую величину необходимо сократить и активы). Вычесть суммы вложений в уставные капиталы учредителей страховой компании, вычесть суммы, выданные учредителям страховой компании займов, Все эти элементы искусственно завышают размер уставного капитала, что является направленными действиями СК на приведение собственного капитала размера к нормативам Росстрахнадзора, о которых говорится в Законе об организации страхового дела в РФ" 4. При отсутствии консолидированной отчетности страховой компании, составленной по Международным стандартам финансовой отчетности (IAS, US GAAP), в которую включены все дочерние общества страховой компании, ее оффшорные дочерние компании, невозможно сделать адекватные выводы о финансовом состоянии страховой компании. , т.к. часть средств страховых операций может затрагивать оффшорные компании и "международный" финансовый результат бизнеса может существенно отличаться от "российского". 5. Для принятия решения о сотрудничестве со страховой компанией необходимо встретиться с представителями данной страховой компании, в частности с представителями финансового департамента (отдела, управления) на предмет раскрытия того, что скрыто за цифрами российского баланса и отчета о прибылях и убытках. 6. Для адекватного анализа потенциальных возможностей страховой компании нужно прекрасно представлять, кто ее реальные акционеры, пользуется ли поддержкой страховая компания в финансово-промышленных кругах, насколько у страховой компании развита филиальная сеть, сколько видов страхования вправе осуществлять СК и сколько видов она реально осуществляет. 7. Необходимо знать имела ли СК в последние 12 месяцев предписания Росстрахнадзора об устранении выявленных Росстрахнадзором нарушений в деятельности СК, были ли исполнены такие предписания, если они действительно имели место. 8. Необходимо знать имеет ли страховая компания банковские кредиты ? Привлекала ли она банковские кредиты в последние 12 мес. Если привлекала, то по каким причинам? и т.д. Это все так называемые неформализуемые показатели страховой компании или бизнес-показатели. Оценка которых очень важна. Но адекватная оценка зависит от доступа аналитика к необходимой информации и от его качестве правильно интерпретировать такую информацию (которые определяются опытом работы в данной сфере).

Для российских страховых компаний очень важным является анализ Бизнес-Показателей, которые являются слабоформализуемыми, информацию для их анализа можно подчерпнуть лищь обративншись напрямую к страховой компании, т.к. более детальная информация о бизнесе страховой компании в РФ доступна в СМИ только по крупным страховщикам, а по средним и мелким, практически нет никакой информации: например, возмите "Северую бассейновую страховую компанию" (информации по ней - кот наплакал, а риски страхует огромные ... правда большую часть перестраховывает на Западном страховом рынке, и, как правило, через брокеров). Почему так важны бизнес - показатели? Это особенность России, где важно больше не с какой страховой компанией Вы работаете, а с каким менеджером (руководителем) страховой компании вы работаете - все завязано на личном контакте! Поэтому, при анализе страховой компании прежде всего следует выяснить кто является учредителями, акционерами (собственниками) и руководителями страховой компании. На основе полученной информации принять решение о возможности сотрудничества с финансово-промышленной группой, в которую входит анализируемая страховая компания. Как правило все крупные страховые компании РФ входят в какую-нибудь финансово-промышленную группу или аффилированы с другими страховыми компаниями, которые опяь же входят в какую-то финансово-промышленную организацию. Следует также отметить, что крупные страховые компании имеют в своем арсенале богатую палитру инструментов "рисования баланса", это - операции с дочерними компаниями, оффшорными аффилированными компаниями, брокерскими и финансовыми компаниями, которые направлены на оптимизацию баланса на отчетные даты. У мелких и средних компаний инструментарий не такой богатый, но все же. По этой причине актуальным здесь может быть прежде всего анализ годовой аудированной отчетности, составленной по международным стандартам IAS или US GAAP (или каким-либо другим международным стандартам)... и как дополнение - будет анализ российской отчетности.

Метод Метод ретроспективных сделок в большей степени, чем остальные, является рыночным, поскольку при его применении непосредственно используется рыночная информация об объектах, сопоставимых с оцениваемым, а логика, с помощью которой формируется стоимость оцениваемого объекта, соответствует логике покупателя. Последняя учитывает и стоимость активов предприятия и перспективы его развития. Также данный метод дает возможность быстро составить представление о возможной стоимости компании.

3.2 Анализ эффективности слияния компаний ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева

Группа Ренессанс Страхование — один из лидеров современного страхового рынка России.

Ее финансовая устойчивость и платежеспособность подтверждены наивысшим рейтингом надежности страховых компаний "А++" рейтингового агентства "Эксперт РА". Рейтинг, а также одним из крупнейших на страховом рынке уставных капиталов — 2,2 млрд рублей.

Имеет лицензии на все виды страхования. Располагает обширной сетью региональных филиалов и представительств.

В 2005 году в состав Группы Ренессанс страхование вошла одна из крупнейших страховых компаний Северо-Запада — СО "Прогресс Нева". В результате объединения вошли в тройку лидеров страхового рынка региона.

Среди клиентов более миллиона частных лиц, несколько тысяч российских и международных компаний, является членом Всероссийского Союза страховщиков (ВСС) и Российского Союза автостраховщиков (РСА).

В 2004 году учредитель компании — международная инвестиционная "Группа Спутник" — совместно с "Европейским банком реконструкции и развития" (EBRD) создала специализированную компанию по страхованию жизни Ренессанс Life, которая успешно работает сегодня в России и на Украине

Учредитель Группы Ренессанс страхование — Международная инвестиционная Группа Спутник. Группа Спутник — одна из крупнейших инвестиционных компаний, которая работает на российском и международном рынках с 1998 года. Российские активы Группы составляют сегодня около $ 1,5 млрд, инвестиции в западные компании — около $ 500 млн. Страхование является стратегическим направлением инвестиций Группы Спутник. Учредитель и президент Группы Спутник — Борис Йордан. С 1999 года Борис Йордан возглавляет Совет директоров Группы Ренессанс страхование, а с 2006 года является ее Президентом и занимается текущими оперативными вопросами бизнеса. До основания Группы Спутник Борис Йордан был учредителем и президентом одного из первых успешных российских инвестиционных банков — "Ренессанс Капитал". "Прогресс-Нева" - один из лидеров страхового рынка Санкт-Петербурга, основана в 1991 г. Основными направлениями деятельности страховой компании являлись: страхование автомобиля, медицинское страхование, страхование имущества, личное страхование. С 2007 года прекратило существование и функционирует как филиал "Группы Ренессанс Страхование". На момент заключения сделки компании ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева имели следующие показатели:

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания / группа компаний\*\* | Город | Страховые взносы (млн руб.) | Собственные средства (млн руб.) | Страховые резервы по видам иным, чем страхование жизни, без учета доли перестраховщиков (млн руб.) | Уровень выплат (%) |
| Всего | в том числе прямое страхование, без учета страхования жизни |
| "Ренессанс Страхование" | Москва | 3133,485 | 2479,316 | 767,409 | 1064,033 | 39.2 |
| Группа "Прогресс-Нева"\*\*\*\* | Санкт-Петербург | 959,660 | 937,900 | 157,400 | 510,054 | 44.8 |

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания | Город | Активы (тыс.руб) | Резервы | Резервы по нежизни - нетто | Уставный капитал | Собственные средства | Чистая прибыль |
| "Ренессанс Страхование" | Москва | 2854736 | 1650374 | 1064033 | 678910 | 767409 | 88440 |
| Группа "Прогресс-Нева" | Санкт-Петербург | 1057500 | 694900 | 510054 | 105200 | 157400 | 50600 |

По данным аналитической группой ReDeal на Западе, как правило, при оценке рыночной стоимости страховой компании обычно применяется коэффициент 0,7 к собранной премии, в редких случаях — 1. В России, как показали некоторые сделки, этот коэффициент может быть в два, а то и в три раза выше.

|  |
| --- |
| Мультипликаторы стоимости страховых компаний в РФ |
| Показатель | Стоимость/Сборы | Стоимость/Капитал | Стоимость/Активы | Стоимость/Прибыль |
| Среднее | 0,72 | 1,14 | 4,42 | 65,66 |
| Средневзвешенное | 0,90 | 0,59 | 2,51 | 130,33 |

Так немецкая страховая компания Allianz приобрел у АФК "Система" 49,2% акций РОСНО, увеличив свою долю в российском страховщике до 97%. За право контролировать РОСНО немецкий концерн заплатил $750 млн. Это на $25 млн больше годовых сборов РОСНО по итогам 2006 года. Получается, что всю российскую компанию Allianz оценил в $1,53 млрд. Таким образом, коэффициент, который был применен при продаже пакета РОСНО, составил 2,13 к сборам компании. Правда, по оценкам экспертов, реальный коэффициент сделки составил около 2 к премии, поскольку в премиях РОСНО есть и средства обязательного медицинского страхования (ОМС). А в этом виде бизнеса средства ОМС транзитом проходят через страховщика, не предполагая платы за риск.

Коэффициент при покупке НАCТЫ был равен 1 (6,6 млрд руб.; $250 млн).

В начале 2008 г. французская страховая компания Axa заплатила за 36.7% акций "РЕСО-гарантии" 810 млн евро.. Кроме того, у Axa есть опцион на покупку оставшейся доли в 2010 и 2011 гг., говорится в сообщении группы.

"РЕСО" продалась с коэффициентом явно больше 2 (отношение стоимости компании к сумме годовой премии). Причина столь высокой цены в том, что "РЕСО" — крупнейшая частная компания, которая с самого начала была рыночной и никогда не была связана ни с финансово-промышленными, ни с государственными структурами.

## Основные финансовые показатели объединенной компании (ООО "Группа Ренессанс Страхование" (на 31.12.2008), тыс. руб.):



|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Компания | Активы | Резервы | Резервы - нетто | Уставный капитал | Собственные средства | Чистая прибыль/убыток (по итогам 2008 года) |
| Группа Ренессанс страхование | 14453592 | 9659777 | 9321862 | 2377380 | 3419641 | -1413728 |

Исходя из проведенного анализа деятельности компании ООО "Группа Ренессанс Страхование" следует отметить, что:

Финансовая устойчивость находится на высоком уровне, что подтверждается одним из самых крупных на рынке уставных капиталов — 2,2 млрд рублей, а также высокий показатель страховых резервов — 9,4 млрд рублей

Деловая активность компании находится на высоком уровне. Об этом свидетельствует положительная динамика сборов страховых премий. (Приложение 2), а также диверсифицированный страховой портфель.

В качестве позитивных факторов, позволивших оценить надежность страховщика на максимальном уровне, можно отметить показатели текущей ликвидности активов (125,2% на 01.04.2009), приемлемый уровень доли расходов на ведение дела (37,1% за 2008 год).

Коэффициент текущей ликвидности определяется как отношение фактической стоимости находящихся у предприятия оборотных средств к наиболее срочным обязательствам предприятия в виде краткосрочных кредитов банков, краткосрочных займов и кредиторской задолженности. Формула расчета коэффициента текущей ликвидности выглядит так:

Ктл=ОбА/ КДО

где ОбА - оборотные активы, принимаемые в расчет при оценке структуры баланса.

КДО - краткосрочные долговые .

Сумма сделки по покупке "Прогресс-Невы" составила 959 660 тыс. рублей. Таким образом, коэффициент выручки к стоимости компании равен 1. Для выявления экономического эффекта поглощения необходимо предположить возможную стоимость инвестированного в покупку капитала. Частично данная сделка финансировалась за счёт заемных средств. Для этого ООО "Ренессанс финанс" были выпущены облигации на сумму 750 млн. руб. Часть из привлеченных средств пошла на финансирование сделки и часть на развитие региональной сети. Также необходимо учесть возможность альтернативных вложений. Расчёт был проведен по методу кумулятивного построения для оценки стоимости собственного капитала, а также по модели WACC для оценки инвестированного капитала.

В качестве безрисковой ставки дохода используется среднерыночная доходность по гособлигациям по данным ММВБ на 01.03.2008. Вероятный интервал значений по остальным видам риска составляет от 0 % (риск отсутствует) до 5% (максимальный риск).

Определение ставки методом кумулятивного построения для собственного капитала

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| № | Вид риска | Значение,% |
| 1 | Безрисковая ставка дохода | 6,4% |
| 2 | Качество управления | 2% |
| 3 | Размер компании | 2% |
| 4 | Финансовая структура | 1,6% |
| 5 | Продуктовая/Территориальная диверсификация | 2% |
| 6 | Диверсифицированность клиентуры | 1% |
| 7 | Уровень и прогнозируемость прибылей | 5% |
|  | Ставка  | 20% |

В компании работает квалифицированный менеджмент, а численность штатного персонала превышает три тысячи человек. "Ренессанс Страхование" имеет 38 филиалов в городах России, а по соотношению страховой премии/кол-во заключённых договоров одна из лучших на рынке, так как зависимость от нескольких крупных клиентов не ценится инвесторами. Фактор финансового риска принят 1,6%, так как компания финансово устойчива и стабильно развивается. В тоже время прогнозировать премии очень сложно, ввиду нестабильной экономической ситуации и особенности "услуг не первой необходимости".

Расчёт ставки дисконтирования по модели средневзвешенной стоимости капитала проводится по формуле

WACC=Ks Ws + Kd Wd( 1 - T )

Стоимость заёмного капитала равна ставке купона по облигациям "Ренессанс финанс" и составляет 10,4%. Стоимость акционерного капитала равна 20% и составляет 50% от инвестированного капитала Исходя из этого рассчитывается WACC:

WACC= 0,2х0,5+0,104х0,5(1-0,24)=0,14

Для оценки эффективности сделки используется следующая формула:

ЭЭ = СБ1− СБ0− З

где ЭЭ – экономический эффект от сделки по поглощению;

СБ1 – стоимость бизнеса предприятия после проведенной сделки по поглощению;

СБ0 – стоимость бизнеса предприятия до сделки по поглощению;

З – затраты на проведение сделки по поглощению.

Полученный таким образом экономический эффект от сделки будет отражать целесообразность слияния (поглощения) предприятия служить критерием эффективности интеграции.

Для более корректного результата для оценки стоимости бизнеса до и после поглощения стоит применить тот же мультипликатор страховые сборы/стоимость компании = 1.

СБ1= 12 337 485 000 рублей

СБ0= 3 133 485 000 рублей

З= Сумма сделки по покупке 959 660 000 руб.+ Средневзвешенные затраты на капитал.

Средневзвешенные затраты на капитал = 14%

ЭЭ = 12 337 485 000 - 959 660 000х(1+0,14)4= 12 337 485 000-3 133 485 000-1 615 760 000

ЭЭ = 7 588 240 000 руб.

Таким образом, реализация этого проекта полностью вписывается в стратегию "Группы Ренессанс Страхование" по увеличению доли на страховом рынке и вхождению в десятку, крупнейших страховых компаний России. По данным агентства "Эксперт Ра" до начала поглощения "Прогресс-Невы" "Группа Ренессанс Страхование" занимала 16-место в списке крупнейших российских страховых компаний, а по завершении интеграции по итогам 2008 года поднялась на 9-ю позицию.

Проведённый анализ эффективности поглощения на примере ООО "Группа Ренессанс Страхование" и ЗАО "СК "Прогресс-Нева" показал, что в результате удалось достичь синергетического эффекта и укрепить позиции объединенной компании на российском страховом рынке,

Стоимость компании после реализации данного проекта за 4 года выросла на 7 588 240 000 рублей., что подтверждает правильность выбранного решения о приобретении СК"Прогресс-Нева"

Заключение

В ходе проведенного исследования были проанализированы работы российских и зарубежных авторов в области интеграции предприятий, оценки бизнеса и управления стоимостью компаний. В соответствии с целью данного исследования были рассмотрены подходы к оценке эффективности слияний и поглощений, проанализирована теоретическая база данной области, было выделено, что слияния и поглощения компаний на сегодняшний день являются обязательным элементом развития рынка. Удачно проведённая стратегия слияния или поглощения позволяет компаниям добиваться новых результатов, выходить на принципиально новый уровень своего развития, максимизировать эффективность от использования совместного опыта двух или нескольких компаний.

На основании мотивов предприятий к проведению сделки по поглощению, были выделены следующие основные принципы

слияний и поглощений:

- принцип объединения;

- принцип структурной оптимизации;

- принцип синергии;

- принцип дополнения специфичными активами;

- принцип изменения стоимости компании.

Также было выяснено, что при оценке рыночной стоимости страховой компании помимо финансовых показателей и материальных активов необходимо учитывать нематериальные активы такие как: наличие штата квалифицированных работников, узнаваемость названия страховой организации, сложившуюся клиентскую базу и т. д. В ходе проведения анализа эффективности поглощения компаний была рассмотрена покупка ЗАО "СК "Прогресс-Нева" ООО "Группой Ренессанс Страхование". Оценка проводилась методом ретроспективных сделок. Подводя итог оценки данной интеграции, необходимо отметить предпосылки для поглощения ЗАО "СК "Прогресс-Нева" и возможности, которые открылись перед ООО "Группа Ренессанс Страхование" после удачно проведённой сделки. Таким образом, основной эффект от сделки по поглощению в следующем:

1. Возможность создания компании с устойчивым финансовым положением, занимающей значительную долю российского страхового рынка.

2. Экономия на масштабе, по мере увеличения страхового портфеля, достигнутая за счёт снижения издержек.

3. Повышения эффективности работы, за счёт централизации функций. В результате реорганизации была выделена Штаб-квартира, а филиалы компании были объединены в дивизионы.

4. Возможность участия в крупных сделках и госконтрактах.

5. Укрепление позиций в регионах и в частности в перспективном Северо-Западном федеральном округе,

6.Создание узнаваемого бренда "Ренессанс Страхование"

7. Повышение стоимости объединенной компании

Проведенный анализ показал, что в результате удалось достичь синергетического эффекта и укрепить позиции объединенной компании на российском страховом рынке. Подводя итог можно сказать, что эффективность проведения слияния и поглощения зависит от множества факторов, которые необходимо учитывать и контролировать в ходе интеграции. Работа по достижению тех экономических выгод, которые получит компания после слияния или поглощения, отличается высокой напряженностью команды по интегрированию, и требует большой отдачи от руководителей и топ-менеджеров на всех этапах. Только в этом случае компания сможет эффективно провести слияние или поглощение, получить новые возможности для собственного развития, приобрести новые конкурентные преимущества, а также усилить свои позиции на рынке.

Список используемой литературы

Законодательные и нормативные акты

1.Гражданский кодекс РФ. Часть 2. Глава 48 Страхование

2.Федеральный Закон РФ "Об Акционерных Обществах" от 14.011998 с изменениями идополнениями.

3.Федеральный Закон РФ "Об организации страхового дела в Российской Федерации" от 27.11.1992 года N 4015-1.

Научная литература

4. Федорова Т.А. "Страхование". М.: Экономист, 2004 г.

5.Кьелл А. Нордстрем, Йонас Риддерстрале "Бизнес в стиле фанк". Стокгольмская школа экономики. 2003 г.

6. В.В. Шахов "Страхование". Учебное пособие. – Г. ЮНИТИ. - 1997

7. А.А. Гвозденко "Страхование". Учебное пособие. – Г. Проспект, 2004 г.

8. Щербаков В. А., Щербакова Н. А. "Оценка стоимости предприятия (бизнеса)". М.: Омега-Л, 2008.

9. М.Бишоп, ЭвансФ.Ч., "Оценка компаний при слияниях и поглощениях" Альпина Бизнес Букс 2004.

10. Д.М., Валдайцев С. В., "Оценка бизнеса". – М.: Проспект, 2004

11. Грейм Д., "К победе, через слияние. Как обратить, отраслевую консолидацию себе на пользу". - М.: Альпина Бизнес Букс,2004.

12. Ендовицкий Д. А., "Анализ тенденций развития процессов слияний и поглощений компаний в Российской Федерации" Экономический анализ: теория и практика.- 2007

13. Кристенсен К. М., Рейнор, М. Е. "Решение проблемы инновации в бизнесе. Как создать растущий бизнес и успешно поддерживать его рост".- М.: Альпина бизнес букс, 2005

14. Левин А.А., "Мотивы слияний и поглощений в корпоративном секторе экономики", Финансы и кредит.- 2007

15. Савчук С.В., "Анализ основных мотивов слияний и поглощений", Менеджмент в России и за рубежом.-2002

16. Уильямсон О.,

17.Волков В.С., "Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности", – М: Вершина, 2007

18. Шура А.П., "Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг" ".- М.: Альпина Паблишер,2004

19. Устименко В.А., "Особенности оценки стоимости российских предприятий в процессах слияний и поглощений на примере строительной отрасли", – М Финансы и кредит.-2007

20. Фостер Р.С., Искусство слияний ипоглощений. Пер с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

21. Грязнова А.Г., Федотова М.А. "Оценка бизнеса".- М.: Финансы истатистика, 2001

22. Крамин Т.В., Система управления стоимостью компании в институциональной экономике.- Казань: Изд-во Казан. ун-та, 2006

Периодические издания

23. Кэй А., Шелтон М. "Человеческий фактор в слияниях", Вестник McKinsey. -2003. - №2.

24. Бекье М. "Путеводитель по слиянию", Вестник McKinsey.-2003. - №2.- С.15-47

25. Журнал "Страховое Дело" №4 2006 г.

Интернет ресурсы

26. www.mergers. ru

27. www. www.insur-info.ru/

Приложение 1

Приложение 2

Динамика роста совокупных сборов страховых премий компаниями ООО "Группа Ренессанс Страхование" в 2002 – 2008 гг. (страховые взносы, млн. руб.)

