

ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА АГРЕССИВНОГО РОСТА В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ НА ЕВРОПЕЙСКОМ РЫНКЕ

В статье исследуются вопросы оценки эффективности агрессивного роста через поглощения, и предложен алгоритм эмпирического тестирования гипотезы о возможности создания стоимости через экспансию на развивающиеся рынки. Рассматриваются трансграничные поглощения в финансовом секторе Европы. Примененный метод исследования — событийный анализ (event study, ES).

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: агрессивный рост через поглощения, эффект синергии, трансграничные поглощения, стоимость в банковском секторе, событийный анализ

ПОНЯТИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ АГРЕССИВНОГО РОСТА ЧЕРЕЗ СДЕЛКИ M&A В ФИНАНСОВОЙ АНАЛИТИКЕ

Вопросы изучения влияния инвестиционной активности на рыночную стоимость компаний сохраняют свою актуальность при изучении корпоративных финансов и рынков инвестирования ввиду большого разнообразия выбираемых стратегий роста. Реализация агрессивного роста может идти как путем создания альянсов (различных форм объединений тех или иных действий без перехода контроля над компанией через покупку собственности), так и путем прямого объединения активов и капитала. Традиционно в деловой литературе сделки по покупке контроля (takeover) рассматриваются в терминах «слияний и поглощений» (M&A). *Агрессивный рост* компании посредством изменения в собственном капитале (M&A) реализуется либо через покупку контроля над уже функционирующими компаниями данного рынка или смежными с ним, либо через диверсификацию капитала и активов — покупкой не связанных



Анюхина Ирина Михайловна — бакалавр экономики, ГУ ВШЭ (г. Москва)



Теплова Тамара Викторовна — д. э. н., профессор ГУ ВШЭ (г. Москва)

технологически и по операционной деятельности компаний рынка (так называемые конгломератные объединения капитала).

Многие аналитики отмечают признаки начала новой волны агрессивного роста в XXI в. Ненадолго приостановившись в период 2001–2002-х гг., объем мирового рынка слияний и поглощений (общая сумма сделок как один из возможных показателей динамики) растет существенными темпами: в 2005 г. — \$1,7 трлн, в 2006 г. — \$3,8 трлн, в 2007 г. — \$4,7 трлн.

С точки зрения финансовой аналитики, т.е. с позиции оценки влияния данных сделок на рыночную стоимость вновь образованной организации, не принципиально, в какой форме реализовалось получение контроля, — через выкуп собственного капитала у акционеров компании-цели (т.е. поглощение, *acquisition*) или через объединение капиталов и акционеров двух юридических лиц в новое образование (т.е. слияние, *merger*).

Принципиальный интерес представляет изменение стоимости обновленной компании (с возросшей величиной активов и капитала, занимаемой долей на рынке, обновленным ассортиментом продукции или услуг и т.п.) по сравнению с суммой стоимостей ранее функционирующих организаций. Если в результате принятого решения об агрессивном росте рыночная стоимость компании возрастает, то можно говорить об экономической эффективности данной сделки. Следует отметить, что при такой трактовке эффективности предполагается, что все частные оценки эффективности (производительность труда, оборачиваемость активов, ликвидность и платежеспособность деятельности, ее финансовая устойчивость, перспективы роста) находят свое справедливое отражение в диагностируемой рыночной стоимости.

В аналитическом выражении критерий экономической эффективности для слияний часто записывается следующим образом:

$$MVA + MVB < MV(A + B), \quad (1)$$

где *MVA* — обоснованная рыночная стоимость (*market value*) Компании *A* (расчетная внутренняя, иначе — подлинная, стоимость компании или наблюдаемая ее капитализация); *MVB* — обоснованная рыночная стоимость (*market value*) Компании *B*; *MV(A+B)* — обоснованная рыночная стоимость компании с объединенными активами и процессами.

Превышение стоимости объединенной компании над простой суммой получило в литературе название *эффекта синергии* (дополнительной стоимости, возникающей в результате объединения).

Специфика поглощений связана с выкупом собственного капитала у владельцев компании-цели (обозначим ее как Компанию *B*). Объективные возможности создания новой стоимости через объединение операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компаний, а также несовершенства рынка (например, асимметрия информации) часто порождают ситуацию, когда Компания *B* выкупается не по внутренней (подлинной) рыночной стоимости, а по цене, о которой удалось договориться участникам сделки. Итоговая цена может оказаться как ниже подлинной рыночной оценки компании-цели, так и выше — например, выражаться как *MVB + Premium*. Возникновение премии (*Premium*) к подлинной цене может быть объяснено возникновением синергетических эффектов объединения активов, труда, информации и предпринимательских усилий.

Аналитики крупнейшей консалтинговой компании *McKinsey*, проведя исследование сделок слияний и поглощений за период 1996–2003-х гг., обнаружили, что собственники компании-цели получают 30–40%-ную премию к рыночной цене акций своей компании [2]. Джарелл и др. [20] в своем исследовании показали, что средняя премия в сделках, заключенных в 1960-х гг., составила 19%, а далее по годам демонстрировала тенденцию к росту. Так, в 1970-х гг. премия в среднем составляла 35%, а в первой половине 1980-х гг. — уже 30%.

В результате рыночная стоимость объединенной компании принимает следующий вид:

$$MV(A+B) = MVA + MVB + V_{sinergy} - Premium, \quad (2)$$

где $V_{sinergy}$ — дополнительная стоимость, возникающая из-за объединения активов и процессов (так называемый стоимостной эффект синергии); $Premium$ — премия, уплачиваемая владельцам капитала и менеджменту Компании B , которые передают контроль над компанией новым собственникам;

$V_{sinergy} - Premium$ — чистый эффект сделки.

Количественно чистый эффект от сделки может быть записан в виде следующего выражения:

$$NPV = V_{sinergy} - Premium = MV(A+B) - MVA - MVB \quad (3)$$

Можно предположить, что наблюдаемая на рынке оценка объединенной компании (капитализация) отразит сумму подлинных стоимостей двух компаний и чистого эффекта сделки (на таком предположении построено большинство эмпирических исследований).

Феномен современных рынков заключается в том, что разность $V_{sinergy} - Premium$, названная нами чистым эффектом сделки, может принимать как положительное, так и отрицательное значение.

Большая премия может породить эффект проедания (разрушения) стоимости у инициатора сделки. Это связано с тем, что из-за ошибок в прогнозах относительно доходов, некорректного определения времени их получения, недооценки величин единовременных расходов (которые часто получаются огромными при враждебных поглощениях, когда используются разнообразные защитные тактики) компания-покупатель отдает компании-цели не только возможную (гипотетическую) дополнительную стоимость ($V_{sinergy}$) в виде премии, но и часть акционерной стоимости собственной компании. Данный эффект получил в литературе название «проклятия победителя» [5]. Заметим, что чаще всего такой эффект имеет место при враждебных

поглощениях, когда топ-менеджмент компании-цели не согласен на предлагаемую сделку и применяет различные тактики по противостоянию попыткам захвата контроля (например, известные тактики «ядовитой пилюли» или «выжженной земли»).

Знак чистого эффекта сделки и ее относительная величина (например, по отношению к стоимости компании-цели или эффекту синергии) зависят от ряда макроэкономических, институциональных и специфических для рассматриваемых сделок факторов, наиболее значимыми из которых являются: степень развитости рынка M&A, информационная эффективность, правовая защита собственности, размер компаний и их страновая принадлежность, отраслевые риски, профессиональная компетентность покупателя и цели покупки (стратег или портфельный инвестор), финансовая сторона покупки (оплата деньгами или иными активами, выкуп на собственные или заемные деньги (leveraged buy-out, LBO) и т.п.). Без учета этих факторов заранее диагностировать — насколько сделка окажется экономически эффективной, и перекроют ли возникающие эффекты синергии уплачиваемую собственникам и топ-менеджменту компании-цели премию сверх подлинной стоимости — невозможно.

В эмпирических исследованиях часто рассматривается зависимость чистого эффекта по сделке M&A от различных факторов в отраслевом разрезе. В данной работе рассматривается финансовая сфера деятельности, для которой аналитики отмечают активизацию стратегии именно агрессивного роста.

МЕТОДЫ ВЫЯВЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ СТРАТЕГИИ ОТРАСЛЕВОГО АГРЕССИВНОГО РОСТА

В зависимости от задач проводимого исследования, имеющейся информации (внутренняя по рассматриваемым участникам сделки или

внешняя), вида сделки (конгломератное поглощение — диверсифицированный рост или интегрирующее, выражающее стремление в ускорении роста в рамках отрасли) выбирается метод для проведения эмпирического исследования. Для внешней аналитики выбор метода обычно строится из трех возможных подходов.

1. *Сопоставление ключевых показателей эффективности* (как финансовых, так и натуральных). Этот метод активно применялся в 60–70-х гг. XX в. Суть метода заключается в сравнении показателей рыночного успеха обновленной компании с показателями компаний до объединения и средними показателями отрасли. В работах, посвященных данному вопросу [11, 23], анализируются изменения финансовых показателей компаний-покупателей и компаний-целей после слияний и поглощений в периоды 1960–69-х и 1970–1979-х гг. Заметим, что помимо собственно сравнительного анализа (через сопоставление таких показателей, как EPS, ROE, PM¹, производительности труда, расходов на НИОКР в относительном выражении) сравнительная методология подразумевает и построение эконометрических моделей, описывающих влияние различных характеристик участников и типов сделок на выявленные расхождения в показателях эффективности.

Ярким примером реализации сравнительного (мультипликаторного) подхода является упомянутая работа Беттиса [11], где эмпирическое исследование строится на базе эконометрической модели, рассматривающей данные о компаниях-участниках сделок M&A за период 1970–1979-х гг. Модель описывает зависимость рентабельности активов объединенных компаний от показателей размеров компаний-участниц, капиталоемкости производства, расходов на рекламу и НИОКР, и в качестве дамми-переменных были введены характеристики сделок. Определяющие переменные оказались значимыми на уровне 5%, а

объясняющая сила модели — достаточно высокой ($R^2 = 0,52171$). Важный вывод данного эмпирического исследования заключается в выявлении различий в показателях эффективности диверсифицированных и недиверсифицированных (специализированных, монопродуктовых) сделок M&A: специализированные объединившиеся компании в среднем продемонстрировали рентабельность активов на 1–3 процентных пункта выше, чем конгломераты.

Еще одна работа в рамках сравнительного анализа — диссертация Нильсена [26], где ставилась задача через сопоставление ключевых финансовых показателей выявить влияние способа оплаты сделок M&A на их эффективность. Автор показывает, что сделки, которые были оплачены деньгами, характеризуются большими показателями прибыли на акцию (EPS) и эффективностью инвестиций (return on invested capital, ROI) нежели сделки, оплаченные акциями.

2. *DCF-метод как метод постатейного анализа синергетических эффектов и расчета обособленной стоимости объединенной компании с последующим сравнением с наблюдаемыми рыночными оценками.* Классический пример реализации метода — работа Рапппорта [27]. Для оценки максимальной величины премии в сделке автор использует DCF-метод, ссылаясь на тот факт, что большинство компаний-покупателей в 1970-е гг. использовали именно эту технику для оценки будущих выгод [30]. В качестве иллюстрации применения DCF-метода в работе приведен анализ выгод для компании Alcar Corporation, заинтересованной в приобретении Rano Products. Для получения качественных выводов в ходе исследований подобного направления требуется обработка большого массива данных с задействованием прогнозных оценок по денежным потокам, требуемой доходности и т.п. В обосновании премии для отдельных сделок метод применяется достаточно широко, однако выявить

¹ EPS — чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию; ROE — доходность по собственному капиталу как отношение чистой прибыли к величине собственного капитала по балансу; PM — прибыльность продаж или маржа прибыли как отношение прибыли к выручке. — Прим. авт.

статистически значимые премии для отдельных рынков или отраслей он не позволяет.

3. *Метод накопленной избыточной доходности (cumulative abnormal return, CAR), или метод событийного анализа (event study, ES)*. В основе метода лежит анализ реакции фондового рынка на объявления о сделках, в данном случае — реализующих стратегию агрессивного роста. С ростом информационной эффективности фондовых рынков, увеличением числа «чистых», необремененных сделок, проходящих через открытую оферту, аналитики сконцентрировали свое внимание на интегральном показателе эффективности сделок — росте рыночной капитализации. Алгоритм метода базируется на анализе значений дневной избыточной доходности акций компании-покупателя в некотором обоснованном временном промежутке в окрестности дня официального объявления о сделке.

Начиная с 1980-х гг., в исследованиях M&A метод событийного анализа получил широкое признание. Методология ES-исследования основана на предпосылке о том, что фондовый рынок эффективно (быстро и верно относительно создания или разрушения стоимости) реагирует на новую информацию. Вся приходящая на рынок информация, включая ту, что относится к сделкам M&A, мгновенно отражается в рыночных ценах (котировках). Например, исследование Чоя и Филиппатоса [15] строится на анализе 81 сделки (точнее, объявлений о сделках M&A), которые имели место за период с 1950 по 1973 гг. В большинстве исследований выделялись две различные стратегии роста (конгломератные и специализированные) и анализировалось влияние объявлений о сделке на создание стоимости в объединенной компании с учетом различных источников формирования синергии. Пошаговый алгоритм применения метода ES и специфика его реализации на российском рынке показаны в работе Т.В. Тепловой [8] применительно к анализу дивидендной политики российских компаний.

Парадокс исследований в области агрессивного роста через M&A связан с тем, что результаты показали разнонаправленную реакцию рынка. Заметим, правда, что выборка сделок и временной период по интересующим нас исследованиям не совпадали. Метод исследования — событийный анализ (ES). Так, согласно уже упоминавшемуся исследованию [15], компании, объявившие о покупке контроля, приносили своим акционерам доходность на 8,7% выше, чем если бы оставались на прежнем уровне функционирования. Исключение составили конгломератные поглощения, для которых величины избыточных доходностей оказались статистически незначимы. Исследование Уэнсли и др. [31], построенное на данных о 203 сделках в период 1970–1978-х гг., выявило большую статистически значимую величину избыточной доходности (CAR) именно для конгломератных сделок². Исследование Любаткина [22] по методу ES через рассмотрение реакции рынка на 340 объявлений за период 1948–1975-х гг. с выделением горизонтальных, вертикальных и конгломератных сделок также показало возможность создания стоимости через конгломератный рост.

Работы последних лет демонстрируют отсутствие положительного влияния сделок по покупке контроля в рамках стратегии агрессивного роста на стоимость компаний. Так, Роузен [28] на базе анализа сделок слияний и поглощений за период 1982–2001-х гг., применяя метод ES, доказывает, что влияние на стоимость находится на уровне двух процентных пунктов. Недавняя работа Меллера [25] показывает еще менее радужные результаты для сторонников агрессивного роста — собственники компании-инициатора в среднем теряют \$0,12 на один вложенный в покупку доллар в результате сделок M&A. Гипотеза, проверяемая в данном исследовании, касается создания стоимости при выходе зрелых компаний Западной Европы на развивающиеся рынки. Именно эта характеристика M&A становится ключевой в создании стоимости.

² Аналогичный результат показало исследование Четтерджи [14] по 157 сделкам на американском рынке в период с 1969 по 1972 гг. — *Прим. авт.*

ТРАНСГРАНИЧНЫЕ ПОГЛОЩЕНИЯ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАК КЛЮЧЕВОЙ ЭЛЕМЕНТ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ ПРИ АГРЕССИВНОМ РОСТЕ

И событийный анализ, и метод ключевых показателей эффективности ставят задачу выявления значимых факторов сделки или характеристик компаний-участниц, которые гарантируют создание стоимости через M&A. Первая, традиционно фиксируемая, причина различий в создании стоимости через M&A — источники эффектов синергии, которые могут быть диагностированы по типу объединений: горизонтальные, вертикальные или конгломератные. Вторая, диагностированная в эмпирических исследованиях, характеристика сделок M&A, приводящая к различной реакции рынка, — соотношения по размеру компаний-участниц. Китчинг [21] указывает, что в общем объеме неудачных сделок M&A в 84% случаев наблюдалось несоответствие компаний участниц по размерам, а именно: объем продаж компании-цели составлял менее чем 2% от объема продаж компании-покупателя до заключения сделки. В ряде работ отстаивается тезис о наличии оптимального по соотношению размеров состава участников эффективной стратегии агрессивного роста. Важной характеристикой компании-инициатора, повышающей эффективность сделки, является наличие опыта поглощения. Фуллер и Шмидт [18] показали, что степень активности компании на рынке M&A в течение четырех лет, предшествующих рассматриваемой сделке, положительно влияет на ее эффективность. Значимой характеристикой является способ финансирования покупки. В ряде работ доказано, что сделки, профинансированные «деньгами», демонстрируют большую эффективность, чем при оплате акциями или комбинированными источниками [17].

Еще одна характеристика сделки M&A, позволяющая предсказать эффективность, — трансграничные покупки и, прежде всего, выход на развивающиеся, быстро растущие рынки. «Пятая

волна M&A» начала XXI в. характеризуется именно ростом трансграничных (транснациональных) сделок. В отличие от национальных сделок M&A, подразумевающих участие компаний одной страны, трансграничные сделки (multinational) [24] совершаются между компаниями-резидентами разных государств. Наиболее яркие примеры таких сделок: VodafoneAirTouch / Mannesmann (\$200 млрд) и Deutsche Telecom AG / VoiceStream Wireless Corp. (\$24,6 млрд) в телекоммуникационном секторе, General Electric / Honeywell (\$45 млрд) — в электронике и др.

Большинство трансграничных сделок носят горизонтальный характер (70% — по общей стоимости, 50% — по количеству) [7]. В настоящее время наиболее значимыми регионами по объему стоимостей трансграничных операций являются США (41%) и Западная Европа (36%) [6], однако эксперты KPMG в среднесрочной перспективе прогнозируют рост доли других регионов, например СНГ. Предполагается, что возрастающая привлекательность компаний из развивающихся стран и их заинтересованность в выходе на зарубежные рынки будет стимулировать трансграничные сделки.

ОБЪЕКТ АНАЛИЗА — ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЕВРОПЫ (ЭКСПАНСИЯ ФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ ЗАПАДНОЙ ЕВРОПЫ НА ВОСТОК)

Активизация процессов покупки контроля в финансовом секторе во многом объясняется либерализацией рынков капитала Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) и СНГ, ростом спроса на финансовые услуги в связи с переходом на рыночные условия хозяйствования на бывшем постсоветском пространстве, значительным усилением конкуренции на мировом рынке финансовых услуг.

Увеличению сделок M&A в европейском финансовом секторе способствует и политика международных финансовых институтов. Так,

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) активно поддерживает интеграционные процессы и довольно часто выступает консультантом и гарантом в сделках, поскольку «видит перспективу — потребность рынка» (заявление представителя ЕБРР Хуберта Пандзы о готовности банка финансировать слияния и поглощения в европейском финансовом секторе) [1].

Проверяемая в работе гипотеза — наличие эффекта создания стоимости для компании-инициатора в финансовом секторе при трансграничных сделках покупки контроля

На первом этапе была сформирована выборка из 291 сделок, относящихся к категории М&А в финансовом секторе за период 2000–2008-х гг., компаниями-целями в которых были финансовые организации ЦВЕ и СНГ. По результатам анализа указанных сделок было выявлено, что в абсолютном большинстве случаев (276 сделок или 94,85% по количеству и 98,94% по объему) компании-инициаторы являлись резидентами Западной и Восточной Европы:

- 139 сделок инициировались компаниями из Западной Европы (в основном Германия, Франция, Австрия, Италия, Бельгия, Великобритания) — общая стоимость €26,6 млрд;
- 137 сделок инициировались компаниями из Восточной Европы (как внутренние сделки ЦВЕ) — общая стоимость €5,5 млрд.

Существенную инвестиционную активность на протяжении периода 2000–2008-х гг. проявляли Австрия, Германия, Франция, Великобритания, Италия и Бельгия. Именно финансовые компании этих стран явились компаниями-покупателями в большинстве сделок М&А на рассматриваемом отрезке времени: 119 из 139 сделок (или 85,61%).

Наиболее привлекательными регионами развивающихся рынков капитала явились такие страны, как Польша, Россия, Украина, Болгария и Румыния.

Данные о качественных характеристиках сделок, датах объявления, а также исторические курсы акций компаний-покупателей, участвующих в сделках, и данные о доходности соответствующих рынков ценных бумаг (доходности индексов) были предоставлены специализированными базами данных — Bureau van Dijk Electronic Publishing, Bloomberg, а также порталом mergermarket.com.

Исходя из поставленной исследовательской задачи, была сформирована выборка сделок, удовлетворяющих следующим параметрам:

- деятельность компаний-участниц (и компании-цели, и компании-покупателя) отнесена классификацией базы Zephus (Bureau van Dijk Electronic Publishing) к «банковским, страховым и финансовым услугам» (Banking, Insurance & Financial Services);
- период сделки — объявление / появление слухов / дата совершения — с 31.12.1999 по 20.04.2008, и информация о датах доступна в официальных источниках;
- в выборку включались сделки с метками «Слияние» и «Поглощение» со статусом «Завершены»; соответственно, не учитывались анонсированные и незавершенные слияния и поглощения.
- рассматривались сделки с размерами приобретаемых долей не меньше 25%;
- обязательное требование — котированность акций компании-инициатора (покупателя) в период совершения сделки, в течение двух недель после, а также за три месяца до сделки;
- компании-цели являются резидентами стран Центральной и Восточной Европы³ и СНГ⁴, компании-покупатели являются резидентами стран Западной Европы.

Окончательная выборка оказалась меньше общего количества заключенных сделок, удовлетворяющих оговоренным условиям. Причины, по которым некоторые сделки не попали в итоговую выборку, следующие:

- 1) компания-инициатор вышла на публичный рынок акций (IPO) позднее момента официального

объявления о сделке (например, ряд сделок страховой компании Uniqa Versicherungen AG);

2) недостаточная информация о котировках и проблемы с ликвидностью акций компании в период сделки, а также за три месяца до и месяца после сделки (например, французская компания Coface SA);

3) существенная временная разница между периодом официального объявления о сделке и датой появления слухов (например, некоторые сделки по Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG, Bank Austria Creditanstalt AG или UniCredito Italiano SpA).

В итоге, выборка для анализа составила 52 сделки и оказалась полностью репрезентативной. В 75% случаев компании-цели являлись резидентами России (27% сделок), Украины (17%), Польши (13%), Румынии (9%) и Болгарии (8%). Все сделки в анализируемой выборке являлись поглощениями. Примеры сделок, вошедших в выборку: немецкая страховая компания Allianz AG приобрела Slovenska Poistovna AS целью контроля около 50% страхового рынка Словакии; австрийская компания Wiener Stadtische Allgemeine Versicherungs приобрела 94,02% акций Aurum Osiguravajuce Drustvo DD, специализирующейся на страховании жизни, с целью войти в пятерку крупнейших компаний на рынке страховых услуг Хорватии; поглощение немецкой страховой компанией Ergo Versicherungsgruppe AG 99,2% акций российской компании Rus Insurance Company; австрийская страховая компания Generali Holding Vienna AG приобрела группу компаний Zurich TuNa Zycie SA, Biztosito RT, Poistovna AS в Польше; покупка австрийской Wiener Stadtische Allgemeine Versicherungs румынской страховой компании Omniasig SA.

Компании-покупатели представляют развитый рынок. Так, в 33% слияний и поглощений ими являлись компании-резиденты Австрии (АТ), в

21% — Франции (FR), в 15% — Германии (DE), в 11% — Италии (IT) и в 10% — Бельгии (BE).

Компании-покупатели, относящиеся к сфере банковских услуг, составляют 40% выборки (21 из 52 компаний). Немного меньшей долей представлены компании, работающие в страховом бизнесе: 36% (19 из 52 компаний). Данная статистика весьма показательна: подобные интеграционные процессы указывают на высокую привлекательность банковских и страховых активов развивающихся рынков для развитых финансовых компаний в рамках их инвестиционной политики. Приблизительно по 6% в выборке составляют компании, совмещающие банковскую, инвестиционную деятельность, деятельность управляющего активами и финансового консультанта, а также компании, предоставляющие консультационные и страховые услуги; по 4% — инвестиционные банки и компании, совмещающие банковскую и страховую деятельность.

Сферы деятельности компаний-целей выглядят следующим образом: 50% являются коммерческими банками, 31% — страховыми организациями, 7% — инвестиционными банками, 6% — компании, предоставляющие прочие потребительские финансовые услуги, 4% — финансово-лизинговые компании и 2% — компании, специализирующиеся на предоставлении банковских услуг через Интернет.

Метод исследования — событийный анализ (ES): выбор параметров для проверки гипотезы

Ключевыми показателями метода ES, которые требуют обоснования, являются:

1) *избыточная («абнормальная», непредвиденная) доходность;*

2) *«событийное окно анализа» (event window) или временной интервал оценки кумулятивной доходности, по которой и делается вывод об эффективности совокупности сделок.*

³ К странам ЦВЕ в нашем исследовании относятся: Болгария, Босния-Герцеговина, Венгрия, Латвия, Литва, Македония, Польша, Румыния, Сербия, Словакия, Словения, Хорватия, Черногория, Чешская Республика, Эстония. — Прим. авт.

⁴ К странам СНГ относятся: Азербайджан, Армения, Беларусь, Грузия, Казахстан, Киргизстан, Молдова, Россия, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан и Украина. — Прим. авт.

Для расчета избыточной доходности ключевым аналитическим показателем выступает «нормальная доходность компании-инициатора» для всех дат обоснованного событийного окна. В ранее проведенных исследованиях хорошие результаты показали несколько вариантов обоснования «нормальной доходности»:

- «постоянная средняя доходность»;
- рыночная модель описания поведения цены акции (как однофакторная модель в рамках конструкции CAPM);
- многофакторные модели на базе арбитражной теории ценообразования финансовых активов;
- фондовые индексы, как в работах Роузена [28] (взвешенный по объемам торгов индекс NYSE, NASDAQ и AMEX) и Бейтса и Леммона [10].

При формировании «нормальной доходности» мы исходили из того, что выбор метода формирования не влияет существенно на итоговый результат. Основа такого предположения — работы Брауна и Уорнера [12, 13], в которых показано, что даже простейшая модель формирования «нормальной доходности» (как постоянная средняя величина для всех дат событийного окна) приемлема для проведения исследования в рамках ES и не ухудшает существенно результаты относительно более сложных моделей. В нашем исследовании в качестве «нормальной доходности» фигурировала дневная доходность фондового индекса страны компании-инициатора. Использовались значения секторальных индексов, которые по своей структуре максимально схожи с анализируемыми компаниями (например, DAXsector All Insurance, DAXsector Financial Services, ATX Prime, MEXBanks, FTSE All Shares Banks, SWX ID Finance PR).

Относительно выбора числа дней «окна» однозначного мнения у исследователей нет. Следует признать, что для демонстрации полной реализации выгод слияний и поглощений требуются годы. Есть примеры реализации метода событийного анализа с «окном» в 3–5 лет, однако мы сочли приемлемым выбор «окна» на уровне

не больше 60 дней. Этот выбор обусловили следующие соображения:

- 1) рынок, опираясь на долгосрочный опыт многих более ранних сделок, даже в краткосрочном периоде эффективно оценивает объявления о сделках;
- 2) при «длинных окнах» возможно влияние других, не менее значимых для создания стоимости событий (подвижки в структуре собственности, корпоративном управлении и т.п.);
- 3) многие исследования на «коротких окнах» показывали вполне приемлемые результаты (Оскуит [9] — окно анализа «–60; +60», Четтерджи [14] — окно анализа «–60; +40», Сет [29] — окно анализа «–40; +5», Любаткин [22] — окно анализа «–150; +50», Нарайанан и др. [16] — окно анализа «–10; +10»). В представленном исследовании «окно» формировалось на отрезке в три календарных месяца до объявления о сделке и один месяц после. В результате удаления неторговых дней итоговый интервал имеет вид «–67; +20».

Алгоритм реализации событийного метода можно описать пошагово.

На *первом шаге* для каждой отдельной компании (в данном случае — для инициатора сделки M&A) из выборки сделок на рынке (см. Приложение) рассчитывается сверхдоходность (избыточная, аномальная — *abnormal return*, AR) как разница между фактически наблюдаемой доходностью акций компании и доходностью рыночного отраслевого индекса на ежедневной основе:

$$AR_{it} = R_{it} - IR_t \quad (4)$$

где AR_{it} — избыточная доходность компании i в день t ;
 R_{it} — фактически имевшая место (так называемая реализованная) доходность акции компании i в день t , рассчитываемая на основе биржевых котировок как $(P_t - P_{t-1}) : P_{t-1}$;
 IR_t — доходность отраслевого фондового индекса (*index return*) в день t .

На *втором шаге* производится расчет среднего значения избыточной доходности по всем

компаниям (сделкам) выборки для каждого дня t из «окна» (average abnormal return, AAR):

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}, \quad (5)$$

где n — количество компаний (сделок) в выборке.

На *третьем шаге* на основе массива данных средних значений избыточных доходностей для каждого дня анализируемого окна строится кумулятивная избыточная доходность как накопленная сумма избыточных доходностей по каждому дню для отдельной сделки и по всему массиву сделок (CAR).

Четвертый шаг предполагает проверку устойчивости и статистической значимости полученных результатов. Проводится анализ статистической значимости избыточной доходности, соответствующей среднему событию. Если в среднем реакция рынка положительна и статистически значима, значит, в среднем событие (сделка поглощения) приводит к повышению эффективности компании-инициатора (созданию стоимости), иначе — нет. Согласно предпосылкам и методологии событийного анализа, оценки избыточной доходности и кумулятивные значения доходности должны быть нормально распределены. Целесообразно использовать тест Колмогорова-Смирнова. Может применяться и более мощный тест Jarque-Bera [19].

Эффективны ли трансграничные сделки в финансовом секторе на европейском рынке? Результаты тестирования гипотезы

Первый интересный вывод по проведенному исследованию касается наличия положительной реакции рынка на объявления об экспансии европейских компаний на рынок Центральной и Восточной Европы. Гипотеза об эффективности инвестиций внешнего роста финансовых компаний Европы не отвергается на 5%-ом уровне значимости. Фондовый рынок Западной Европы положительно реагирует на объявления о сделках

поглощений финансовых компаний Центральной и Восточной Европы, а также стран СНГ. Данные сделки повышают благосостояние акционеров компаний-инициаторов в среднем на 8,7%. Этот эффект сохраняется как по специализированным сделкам («банки — банки» или «страховщики — страховщики»), так и по условно-конгломератными сделкам («банки — лизинговые компании», «консалтинговые — страховые компании») в рамках финансового сектора. Поглощения банками лизинговых компаний рыночные инвесторы оценили в среднем в 10,9% сверхдоходности.

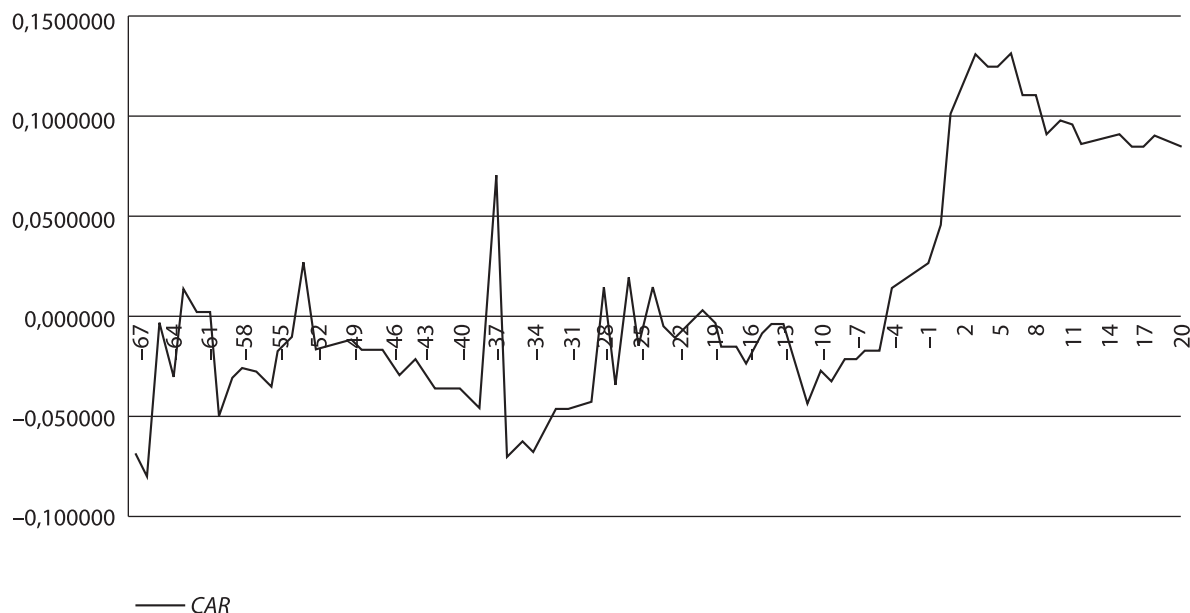
Значение кумулятивной избыточной доходности (CAR) в окне анализа «-67; +20», рассчитанной для 52 сделок отображено на рис. 1.

На рис. 1 наглядно видно, что в момент официального объявления о сделке (точка времени $t = 0$) имеет место «всплеск» избыточной доходности акций компаний-инициаторов. Все значения избыточной доходности статистически значимы на уровне 5%, что подтверждается величинами z -статистики.

Если проследить за динамикой избыточных доходностей, то можно обнаружить, что, начиная с момента официального объявления о сделке, возрастают не только значения CAR, но и волатильность избыточной доходности, измеряемая дисперсией. Так, если в момент времени $t = -1$ (за день до объявления) дисперсия избыточных доходностей (σ^2) равна 0,00045, то в момент $t = 0$ значение дисперсии повышается до 0,00071, в момент $t = +1$ она равна 0,00083, в момент $t = +2$ — уже 0,00467, а далее снижается. Эффект роста и последующего снижения волатильности отмечается в большинстве ранее проведенных исследований и объясняется активизацией рынка в связи с появлением обновленной компании и поиском нового справедливого уровня доходности для нее.

После первой недели со дня объявления о сделке происходит переоценка событий инвесторами и коррекция значения CAR, что отражено на графике в виде снижения избыточной доходности, а также ее волатильности. На

Рис. 1. Кумулятивная избыточная доходность (CAR)



третьей неделе после официального объявления о сделке рынок находит новый справедливый уровень цены, вокруг которого колеблются цены акций компаний-инициаторов. Подтверждением этому является существенное снижение волатильности. Избыточная доходность в окне «+14; +20» фиксируется на уровне 8,7% (с волатильностью $\sigma^2 = 0,00044$).

Второй важный вывод проведенного исследования касается наличия инсайдерской информации на европейском рынке. Положительные и статистически значимые показатели кумулятивной избыточной доходности наблюдаются в окне «-4; 0». Таким образом, в среднем рынок предвидит слияния и поглощения за четыре дня до официального объявления о сделке (подтверждение этому — резкое повышение избыточной доходности в этот период).

Третий интересный результат проведенного анализа — выявление наиболее привлекательных географических зон активности трансграничных

сделок. В период первой недели со дня официального объявления о сделке значимую положительную реакцию инвесторы проявляли к поглощениям болгарских, украинских, чешских и российских финансовых компаний: среднее значение CAR в окне «0; +6» для Болгарии (4 сделки) равно 19,35% (z-stat. = -9,32), для Украины (9 сделок) — 14,42% (z-stat. = -10,43), для Чехии (4 сделки) — 13,81% (z-stat. = -3,85) и для России (14 сделок) — 12,65% (z-stat. = -29,55). Полученные результаты свидетельствуют о большей привлекательности для западноевропейских компаний финансовых организаций именно этих развивающихся стран. Немного ниже в первую неделю после объявления сделки значения избыточных доходностей для Словакии и Латвии.

Вывод

Поскольку большинство сделок в рассматриваемой выборке было оплачено деньгами,

компания-инициатор и компания-цель существенно различались по размеру и, кроме того, наблюдаемая рыночная цена компании-цели носила условный характер или вообще отсутствовала (компания являлась непубличной) — следует сделать вывод, что основной причиной создания стоимости реализованных стратегий агрессивного роста в финансовом секторе

Западной Европы являлись трансграничные поглощения компаний ЦВЕ и СНГ. Эффект создания стоимости составляет в среднем 8,7% роста дневной доходности при окне анализа в 20 дней. Эффективны как узкоспециализированные сделки покупки контроля в рамках финансового сектора, так и условно-конгломератные (расширяющие линейку предоставляемых финансовых услуг).

ЛИТЕРАТУРА

1. Белоус Ю. Битва за рынки // Ведомости. — 2007. — 17 мая.
2. Газин Г., Манаков Д. Наука поглощений // Вестник McKinsey. — 2003. — № 2(4).
3. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. — 2-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 740 с.
4. Игнатишин Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. — СПб.: Питер, 2005. — С. 49.
5. Кристоферсон С., Мак-Ниш Р., Сиас Д. Проклятие победителя: ошибки слияний // Вестник McKinsey. — 2004. — №1(6).
6. Рынок слияний и поглощений: перспективы развития. — <http://www.finam.ru/analysis/forecasts00706/default.asp>. — 26.02.2007.
7. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент в России и за рубежом. — 2002. — №1.
8. Теплова Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках // Аудит и финансовый анализ. — 2008. — №2. — С. 1–15.
9. Asquith P. (1983). «Merger Bids and Stock Return». *Journal of Financial Economics*, Vol. 11(1–4), pp. 70–92.
10. Bates T.W. and Lemmon M.L. (2002). *Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes*. College of Business and Economics, University of Delaware, Newark, DE 19716. August, p. 51.
11. Bettis R.A. (1981). *Strategic Management Journal*, Vol. 2(4), pp. 379–393.
12. Brown S.J. and Warner J.B. (1980). *Measuring security price performance*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 8(3), pp. 205–258.
13. Brown S.J. and Warner J.B. (1985). *Using daily stock return: the case of event study*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14(1), pp. 3–31.
14. Chatterjee S. (1986). «Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms». *Strategic Management Journal*, Vol. 7(2), pp. 119–139.
15. Choi D. and Philippatos G.C. (1983). «An examination of merger synergism». *Journal of Financial Research*, Vol. 6(3), pp. 239–256.
16. Datta D.K., Pinches G.E. and V. K. Narayanan. (1992). «Factors Influencing Wealth Creation from Mergers and Acquisitions: A Meta-Analysis». *Strategic Management Journal*, Vol. 13(1), pp. 67–84.
17. Faccio M. and Masulis R.W. (2005). «The choice of payment method in European mergers and acquisitions». *Journal of Finance*, Vol. 60(3), pp. 1345–1388.
18. Fowler K. and Schmidt D. (1989). «Determinants of tender-offer post acquisition». *Strategic Management Journal*, Vol. 10, pp. 339–350.
19. Greene W. (2003). *Econometric Analysis*, 5th edition, Prentice-Hall.
20. Jarell G.A., Brickley J.A. and Netter J.M. (1988). «The market for corporate control: empirical evidence since 1980». *Journal of Economic Perspective*, Vol. 2, pp. 49–68.
21. Kitching J. (1967). «Why do mergers miscarry?». *Harvard Business Review*, Vol. 45(6), pp. 84–101.
22. Lubatkin M. (1987). «Merger Strategies and Stockholder Value». *Strategic Management Journal*, Vol. 8(1), pp. 39–53.
23. Melicher R.W. and Rush D.F. (1974). *The Journal of Finance*, Vol. 29(1), pp. 141–149.
24. Miyake M., Sass M. and Bolwijn R. (2000). *Recent Trends in Foreign Direct Investment*. OECD, KPMG, London. P. 25.
25. Moeller S.B. and Schlingemann F.P. (2004). Are cross border acquisitions different from domestic acquisitions? Evidence from stock and operating performance of U.S. acquirers. Working Paper, SSRN.
26. Nielsen J.F. (1972). *An analysis of the influence of financial profit potentials on premium payments in mergers associated with cash and common stock during the 1960's*. Doctoral Dissertation, University of Colorado.
27. Rappaport A. (1979). «Strategic analysis for more profitable acquisitions». *Harvard Business Review*, Vol. 57, pp. 99–110.
28. Rosen R.J. (2002). *Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction on merger announcements*. The Kelly School, Indiana University, SSRN working paper. December, 43 p.
29. Seth A. (1990). «Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues». *Strategic Management Journal*, Vol. 11(2), pp. 99–115.
30. The Cash-Flow Takeover Formula. (1978). *Business Week*, December 18, p. 86.
31. Wansley J.W., Lane W.R. and Yang H.C. (1983). «Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment». *Financial management*, Vol. 12(3), Fall, pp. 16–22.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Некоторые сделки из выборки 139 компаний-инициаторов

Компания-инициатор (Acquiror name)	Страна	Компания-цель(Target name)	Страна
Finansbank AS	TR	Banca de Credit Industrial si Comercial	RO
Uniqa Versicherungen AG	AT	Polonia-Zycie SA	PL
UniCredito Italiano SpA	IT	Splitska Banka dd	HR
Piraeus Bank SA	GR	Banca de Credit Pater	RO
UniCredito Italiano SpA	IT	Polnobanka as	SK
Allianz AG	DE	Bulbank AD	BG
National Bank of Greece SA	GR	United Bulgarian Bank	BG
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	DE	HypoVereinsbank — Bulgaria	BG
Piraeus Bank SA	GR	Pater Bank	RO
Wüstenrot & Württembergische AG	DE	Lakaskassa Wustenrot Lakastakerkarekpenzar Rt	HU
Deutsche Bank	GE	Bank Wspolpracy Gospodarczej	PL
Allianz AG	DE	Asigurari Ion Tiriac	RO
Skandinaviska Enskilda Banken AB	SE	Latvijas Unibanka AS	LV
Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG	AT	Slovenska Sporitelna AS	SK
Dresdner Bank AG	DE	BNP Dresdner Bank	CZ
Société Générale	FR	Komercni Banka AS	CZ
UniCredito Italiano SpA	IT	Polnobanka as	SK
IntesaBci SpA	IT	Vseobecna Uverova Banka AS	SK
Allianz AG	DE	Zagrebacka Banka dd	HR
UniCredito Italiano SpA	IT	Demirbank Romania SA	RO
Allianz AG	DE	Slovenska Poistovna AS	SK
UniCredito Italiano SpA	IT	Zivnostenska Banka AS	CZ
Bank Austria Creditanstalt AG	AT	Biochim Bank	BG
Dresdner Bank AG	DE	Bank Powierniczo-Gwarancyjny SA	PL
IntesaBci SpA	IT	Vseobecna Uverova Banka AS	SK
General Bank of Greece SA	GR	ABN Amro Securities	GR
Generali Holding Vienna AG	AT	Zurich TU na Zycie SA	PL
Meinl Bank AG	AT	Banka Slovakia as	SK
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Evropa Osiguranje	CS
Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG	AT	Postabank es Takarekpenzta Rt	HU
Ergo Versicherungsgruppe AG	DE	Rus Insurance Company	RU
DenizBank AS	TR	CSJC Iktisat Bank (Moscow)'s branch in Moscow	RU
Deutsche Bank	GE	Tobacco Capital Partners	BG
Coface SA	FR	Lietuvos Eksporto ir Importo Draudimas UAB	LT
Sanpaolo IMI SpA	IT	Inter-Europa Bank Rt	HU
National Bank of Greece SA	GR	Banca Romaneasca SA	RO
KBC Banque & Assurance Holding Company NV	BE	Agropolisa SA	PL
UniCredito Italiano SpA	IT	Demir Romlease SA	RO
Bank Austria Creditanstalt AG	AT	Central Profit Banka dd	BA
Zurich Financial Services Group	CH	Zurich SK ZAO	RU
Property Fund Management plc	GB	Celtic Asset Management Sp zoo	PL
Bank Austria Creditanstalt AG	AT	Commercial Bank Ion Tiriac	RO
Banco Santander Central Hispano SA	ES	Polskie Towarzystwo Finansowe SA	PL

Компания-инициатор (Acquiror name)	Страна	Компания-цель(Target name)	Страна
OM HEX AB	SE	Lithuanian National Stock Exchange	LT
Raiffeisen International Bank-Holding AG	AT	Raiffeisenbank (Bulgaria) AD	BG
Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG	AT	Banca Comerciala Romana SA	RO
Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG	AT	Budapest Stock Exchange	HU
Codan A/S	DK	Balta AAS	LV
Bank Austria Creditanstalt AG	AT	Hebros Bank	BG
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Unita SA	RO
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Aurum osiguravajuće društvo dd	HR
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Victoria	BY
Deutsche Bank	GE	United Financial Group	RU
Société Générale	FR	Eurobank SA	PL
Piraeus Bank SA	GR	Eurobank plc	BG
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	DE	Vereinsbank Riga AS	LV
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	DE	VereinsLeasing Riga SIA	LV
Raiffeisen International Bank-Holding AG	AT	Aval Bank	UA
Bank Austria Creditanstalt AG	AT	Ukrsotsbank JSCB	UA
Banca Intesa SpA	IT	KMB Bank ZAO	RU
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Omniasig SA	RO
AWD Holding AG	DE	ECG	PL
Aegon NV	NL	Nationwide Towarzystwo Ubezpieczen na Zycie SA	PL
Raiffeisen International Bank-Holding AG	AT	Impexbank OAO	RU
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Benefia Towarzystwo Ubezpieczen Majatkowych SA	PL
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Cosmopolitan Life dd	HR
Société Générale	FR	Delta Kredit Bank	RU
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Royal Polska Towarzystwo Ubezpieczen na Zycie SA	PL
Cassa di Risparmio di Firenze SpA	IT	Daewoo Bank (Romania) SA	RO
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	Bulgarian Post Bank JSC	BG
Société Générale	FR	HVB Splitska Banka dd	HR
Banca Intesa SpA	IT	UPI Banka dd Sarajevo	BA
Aegon NV	NL	Towarzystwo Ubezpieczen na Zycie Royal PBK SA	PL
Swedbank AB	SE	TAS Commerzbank AG	UA
Société Générale	FR	Oster Lizing	HU
Société Générale	FR	Rusfinans	RU
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Towarzystwo Ubezpieczen i Reasekuracji CIGNA STU SA	PL
KBC Groupe SA	BE	Kereskedelmi es Hitelbank Rt	HU
Aegon NV	NL	Powszechno Towarzystwo Emerytalne Ergo Hestia SA	PL
Bank Austria Creditanstalt AG	AT	Nova Banjalucka Banka AD	BA
Crédit Agricole SA	FR	Index-Bank AO	UA
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	Universal Bank OJSC	UA
Skandinaviska Enskilda Banken AB	SE	Petroenergobank OAO	RU
Banca Popolare di Verona e Novara Scrl	IT	Banka Sonic dd Zagreb	HR
Fortis NV	BE	Innotrade Leasing Rt	HU
Raiffeisen International Bank-Holding AG	AT	eBanka AS	CZ
Uniqa Versicherungen AG	AT	Vitoshka AD	BG
Uniqa Versicherungen AG	AT	Credo Classic Insurance Company	UA
Sampo Oyj	FI	Profibank ZAO	RU

Компания-инициатор (Acquiror name)	Страна	Компания-цель (Target name)	Страна
Agricultural Bank of Greece SA	GR	Mindbank SA	RO
Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG	AT	Diners Club Adriatic dd	HR
Zurich Financial Services Group	CH	NASTA SK OOO	RU
Banco Santander Central Hispano SA	ES	Ekstrobank OAO	RU
Skandinaviska Enskilda Banken AB	SE	Agio Bank	UA
Fortis NV	BE	Dominet SA	PL
Erste Bank der Österreichischen Sparkassen AG	AT	Bank Prestige	UA
UniCredito Italiano SpA	IT	Bank BPH SA	PL
EFG Eurobank Ergasias SA	GR	CB DZI Bank AD	BG
Société Générale	FR	Rosbank AKB OAO	RU
Allianz AG	DE	Progress-Garant SK OAO	RU
Nordea Bank AB	SE	Orgresbank AB OAO	RU
Société Générale	FR	MobiasBanca SA	MD
KBC Groupe SA	BE	DZI AD	BG
Piraeus Bank SA	GR	International Commerce Bank JSC	UA
Allianz SE	DE	Rosno SK OAO	RU
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	TU Polski Zwiazek Motorowy SA	PL
Marfin Popular Bank Public Co., Ltd	CY	Mortransbank OJSC	UA
Skandinaviska Enskilda Banken AB	SE	Factorial Bank OJSB	UA
KBC Groupe SA	BE	Absolut Bank AKB ZAO	RU
KBC Groupe SA	BE	Economic and Investment Bank AD	BG
Wiener Städtische Allgemeine Versicherungs AG	AT	Asigurarea Romaneasca SA — Asiom	RO
International Personal Finance plc	GB	Morskoii Kommercheskii Bank Kaliningrada OOO	RU
Alpha Bank SA	GR	Astra Bank OJSB	UA
April Group SA	FR	Ogólnopolska Grupe Brokerska Sp zoo	PL