

РОЛЯ НА ESG КРИТЕРИИТЕ ПРИ СДЕЛКИ ПО СЛИВАНИЯ И ПРИДОБИВАНИЯ: ВЪЗМОЖНОСТИ И РИСКОВЕ

Гл. ас. д-р Ралица Димитрова
Нов български университет
rdimitrova@nbu.bg

ROLE OF ESG CRITERIA FOR MERGER AND ACQUISITION TRANSACTIONS: OPPORTUNITIES AND RISKS

Ass. Prof. Ralitsa Dimitrova, Ph.D.
New Bulgarian University
rdimitrova@nbu.bg

Резюме: Статията разглежда нарастващото значение на екологичните, социални и управленски критерии върху активността на сделките по сливания и придобивания, както за стратегическите участници, професионалните инвеститори, така и за широк кръг от заинтересовани страни. Изяснена е връзката между ESG критериите и стойността на компанията, под натиска на активизма на заинтересованите страни за максимизиране на финансовото представяне на бизнеса. Във фокуса на устойчивото инвестиране е открито важно значение на съответствието с ESG критериите и наличието на ESG премия върху стойността на компанията при сделки по сливания и придобивания. Дискутирани са възможностите и предизвикателствата пред компаниите във връзка с необходимите промени в дюдилдженс анализа на компаниите обект на M&A сделки.

Ключови думи: ESG, сливания и придобивания, дюдилдженс, стойност, премия, рискове.

Resume: The article looks at the growing importance of environmental, social and governance criteria on the activity of transactions in mergers and acquisitions, for both strategic participants, professional investors, and for a wide range of stakeholders. The connection between the ESG criteria and the value of the company has been clarified, under the stakeholder activism to maximize the financial performance of the business. In the light of sustainable investment, the importance of compliance with ESG criteria and the presence of ESG premium on the value of the company in transactions in mergers and acquisitions is highlighted. The opportunities and challenges to companies in connection with the necessary changes to the due diligence of the M&A transactions are discussed.

Key words: ESG, mergers and acquisitions, due diligence, value, premium, risks.

Въведение

Компаниите трябва да вземат предвид екологичните, социалните и управленските (ESG) фактори в своите сделки по сливания и придобивания (M&A) за да постигнат максимална стойност и да наблюдават рисковете. Въпросите, свързани с ESG, стават все по-значими в транзакциите за сливания и придобивания, тъй като бизнесите са изправени пред нарастващ контрол и натиск от страна на заинтересованите страни за прозрачност по отношение на климатичния риск, социалната справедливост, устойчивостта и корпоративното управление. Съображенията свързани с ESG са уместни в хода на всички фази от M&A сделката - от ранните етапи, когато сделката се обмисля и защитава финансово, през процеса на надлежна проверка, договаряне на окончателното споразумение и след приключването на обединението. За да отговорят на екологичните, социалните и управленски критерии в контекста на транзакцията по сливане и придобиване, купувачите —стратегически инвеститори и фондове за частен капитал — трябва да проведат надлежен дюдилидженс анализ, фокусиран върху ESG; да разпределят ESG риска в споразумението за транзакция, посредством редица клаузи редуциращи риска и да извършат последваща ESG интеграция след приключване на сделката.

Фокусът върху екологичните, социалните и управленските фактори води до конкурентно предимство за компании, фондове за частен капитал и други стратегически придобиващи. Отчитането на ESG факторите в сделките за сливания и придобивания безспорно нараства и бързо се превръща в приоритет на регулаторите, инвеститорите, клиентите и служителите. ESG придобива все по-голямо значение и се превръща в знак за бизнес качество. Много заинтересовани страни гледат на добре разработена корпоративна ESG стратегия като положи-

телен индикатор за дългосрочен растеж на приходите. Скорошно глобално проучване на консултантите от Bain & Company (2022) установи, че 65% от ръководителите на M&A транзакции очакват акцентът на собствената им компания върху ESG да се увеличи през следващите три години, като 11% заявяват, че в момента редовно оценяват ESG критериите в процеса на сключване на сделки. Подобни са и наблюденията на Deloitte (2020a), които отбелязват, че 60 % от M&A инвеститори са отхвърляли сделки въз основа на опасения, свързани с ESG. Друг индустриален доклад на Preqin (2023), установява че въздействието на устойчивото инвестиране става все по-масово и капиталът, набран от фондове, фокусирани върху ESG, е нараснал трикратно от 29 млрд.д. през 2020 г. до 92 млрд.д. през 2022 г. Това ни дава основание да застъпим тезата за нарастващата роля на ESG в хода на M&A сделките, респективно считаме че неотчитането на тези фактори може да подкопае успеха на транзакцията и да доведе до лоши бизнес резултати.

Положителното влияние на ESG върху стойността на компанията може да идва от различни източници. Например, в сектора за потребителски продукти, мениджърите виждат стойността на ESG в това да им помогне да спечелят пазарен дял чрез подобряване на имиджа на марката, за да се хареса на променящите се потребителски предпочитания. Междувременно, в енергийния сектор, ESG инициативите помагат на бизнеса да отговори на изискванията или очакванията на инвеститорите и кредиторите за намаляване на цената на капитала. В различните индустрии ESG мерките могат също да добавят стойност, като помагат за управление на разходите (напр. намаляване на отпадъците) или за привличане и задържане на най-добрите специалисти/таланти.

Настоящата статия ще разгледа връзката между новите инвестиционни подходи за социално отговорно инвестиране

и стойността на компанията. На тази база, ще открием важността на ESG факторите в процеса на сделките по сливания и придобивания – от етапа на предварителната проверка до последващата интеграция на компаниите, подкрепено с емпирични данни. В обобщение, ще бъдат дискутирани рисковете произтичащи от игнорирането на ESG критериите в стратегията за външен растеж на компаниите.

ESG и отговорното инвестиране

През последните две десетилетия технологичният, екологичният, геополитическият и социално-икономическият контекст, в който оперират компаниите, се промени фундаментално. Тази трансформация ражда нова фаза на индустриално развитие и глобална икономическа интеграция, които са описват като Четвърта индустриална революция и Глобализация 4.0. Тя също така допринася за по-тежки и системни сътресения и кризи. За компаниите, кризите променят естеството на създаването на стойност, риска и обществените очаквания по начин, който е предизвикателство за традиционната концепция за *корпоративното управление и корпоративната отговорност*.

Глобалното движение за устойчивост започна през 80-те години на миналия век с доклад на Организацията на обединените нации, озаглавен „Нашето общо бъдеще“, който се стреми да съгласува икономическото развитие в световен мащаб със защитата на социалния и екологичния баланс. Докладът дефинира устойчивостта като „развитие, което отговаря на нуждите на настоящето, без да компрометира способността на бъдещите поколения да посрещат собствените си нужди“ (UN, 1987, §1.3). Това бе адаптирано през последните три десетилетия в частния сектор като корпоративна устойчивост - преднамерена стратегия за създаване на дългосрочна стойност, чрез подобро

социално и екологично въздействие върху обществото (Grewal and Serafeim, 2020).

През 2004 г. гледната точка на инвеститорите относно финансово съществените аспекти на корпоративната устойчивост се обедини под термина ESG, използван за първи път в доклад на ООН, озаглавен „Който го интересува, печели: Свързване на финансовите пазари с променящия се свят“, издаден от коалиция от 20 големи финансови институции, с комбинирани активи на стойност над 6,0 трлн.д. (Cifrino, 2023). Фокусът на доклада е поредица от препоръки, насочени към различни участници във финансовия сектор (институционални инвеститори, мениджъри на фондове, инвестиционни консултанти) как да интегрират ESG факторите на стойността в пазарни изследвания, анализи и инвестиции. Според Kell (2018), това дава място за дискусията относно интегрирането на ESG във финансовия свят. По този начин, компаниите разбраха важността на нефинансовите аспекти в създаването на стойност, тъй като ESG факторите обхващат широк спектър от въпроси, които традиционно не са част от финансовия анализ, но може да имат финансово значение.

От финансовата криза през 2008 г. насам правителствата, неправителственият сектор и редица заинтересовани страни, осъществяват значителен контрол над начина по който компаниите оперират, за да се уверят, че той е етичен и отговаря на обществените норми. В икономическата литература се дебатира, че поддържането на благоприятен обществен имидж може да има положителен ефект върху печалбите на компаниите и води до наличието на пазарна премия в цената. Това се постига чрез придобиване на морален капитал, който може да се използва в случай на негативни събития, което от своя страна може да генерира пазарна стойност (Porter and Kramer, 2006).

Проблемът с използването на корпоративната социална отговорност (CSR) като мярка е, че няма ясна дефиниция на концеп-

цията, която да може да се прилага еднозначно. ESG е подкатегория на CSR, която касае създаването на показатели за събиране на данни и оценка на съществеността за заинтересованите страни. ESG факторите са екологични, социални и управленски рискове и възможности пред развитието на бизнеса. Най-често те могат да бъдат групирани, без да се ограничават до:

Екологични: проблеми на околната среда, които включват замърсяване на земята, въздуха и водата; проблеми, свързани с правното съответствие; екологична ефективност, управление на отпадъци, рециклиране и повторна употреба; използване и ефективност на водата и енергията; недостиг на натурални ресурси; изменение на климата и стратегии за намаляване на въглеродните емисии.

Социални: въпроси, които обхващат отношението към служителите; здраве и безопасни условия на труд; детски труд; човешки права; вериги за доставки; равенство и многообразие; връзки със служителите и клиенти, и справедливо отношение към клиентите и общностите.

Управленски: въпроси свързани с управлението, които обхващат екологични и социални проблеми; областите на борбата с подкупите и корупцията; управление на репутацията; управление на кризи; използване на инструменти за устойчиво и зелено финансиране; бизнес етика и прозрачност; защита на данни, киберсигурност и спазване на законодателството.

През последните няколко години става все по-ясно в широк кръг сектори, че защитата и използването на фирмените данни (Data Stewardship) са много повече от технически или оперативен въпрос. Те са стратегически съображения от първи ред, които крият големи, потенциално съществуващи рискове, както и ключови възможности за конкурентно предимство на бизнеса. В тази връзка, автори като Samans and Nelson, (2022) предлагат разширяване

на концепцията в ESG&D, чрез включване на „D“ – Управление на данни. По този начин, управленските екипи ще гарантират, че разполагат с умения и процеси, за да изпълняват усърдно своята доверителна и изпълнителна отговорност спрямо заинтересованите страни.

Няколко *международни рамки* и насоки оформят разбирането и управлението на ESG и проблемите на човешките права в бизнеса. Ключовите рамки включват Ръководните принципи на ООН за бизнеса и правата на човека (UN, 2011), Насоките за мултинационалните предприятия на Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (OECD, 2011) и цялостния законодателен подход, прилаган от Европейския Съюз – който включва проектодирективата на ЕС относно дъдилдънс на корпоративната устойчивост (EU,2022b) и разширяващия се обхват на Директивата на ЕС за докладване на корпоративната устойчивост (EU,2022a), с придружаващите я технически стандарти.

Въпреки че оповестяването на ESG е доброволно, съществуват стандарти за докладване като: Съвета за стандарти за отчитане на устойчиво развитие (SASB), Стандарти на Глобалната инициатива за отчитане (GRI), Препоръки на Работната група за оповестяване на финансова информация във връзка с климата (TCFD) и Международна рамка за интегрирана отчетност (IIRF). Публичните компании публикуват информация свързана с ESG съображенията, например Центърът за качество на одита, установи че 494 компании от включените в индекса S&P 500, имат публично достъпна подробна ESG информация, като се прилагат средно три различни стандарта за докладване (CAQ, 2023).

Наред с това, все повече рейтингови агенции като Sustainalytics, RepRisk, MSCI и Thomson Reuters, предоставят ESG рейтинги, които се ползват с особен интерес

от професионалните инвеститори. Рейтингът е мнение, оценка или комбинация от двете, в което резултатът на дадена компания е представен в сравнение със стойностите на индустрията. Това помага да се засили легитимността на ESG оценката, тъй като тя не се провежда само вътрешно. ESG рейтингът на една компания е от решаващо значение за определяне на нейната стойност, доколкото се основава на това как външни лица гледат на представянето на организацията.

Разбира се концепцията има и някои *недостатъци*. Тези рейтинги не са непременно последователни показатели за поведението на компанията по отношение на проблемите на ESG, тъй като са продукти на това как и спрямо каква рамка компанията отчита своите дейности. Въпреки че даден бизнес може да има силна политика относно въглеродните емисии, намаляването на отпадъците или системата за прозрачно управление, ако тази информация не е публично достояние, това няма да повлияе на неговия ESG резултат. Ето защо е важно компанията да споделят своите ESG ценности и инициативи с обществеността.

Друг проблем с ESG рейтингите е, че няма единна система за рейтинг на компанията спрямо критериите на ESG. Тъй като настоящите данни не са стандартизирани, то сравненията се затрудняват, доколкото различните агенции използват собствени методи за оценка. Европейската комисия идентифицира 59 рейтингови компании, приблизително половината от които са разположени в Европа. За да се елиминира този проблем, регулаторите в САЩ, Обединеното кралство и Европа обмислят въвеждането на задължителни, последователни правила за публикуване на ESG информация, така че инвеститорите да могат да сравняват компанията по-ефективно. Предприемат се наднационални действия за разработване на рамки и задължителни стандарти за отчитане на ESG, като на-

пример таксономията на ЕС за устойчиви инвестиции (ЕС, 2020), което намалява вероятността компанията да прилагат подвеждащи твърдения или така нар. „зелено измиване“ (greenwashing) относно своите ESG инициативи. Предложеното законодателство ще задължава доставчиците на ESG рейтинги, които предлагат и други финансови услуги да разделят тези дейности, за да се избегнат конфликти на интереси. По-голямата прозрачност на ESG рейтингите ще позволи на участниците на финансовите пазари да вземат информирани решения за това кои данни и услуги отговарят на техните нужди. По този начин ще се насърчи по-активния диалог и ангажираност на участниците на финансовите пазари с доставчиците на данни.

Независимо от посочените недостатъци, климатичната криза, епидемиите, социалните неравенства и отраженията им в глобалната икономика, неизбежно увеличиха значението на приложението на ESG критериите в инвестициите. Интегрирането им в инвестиционни портфейли вече не е упражнение запазено за отделни крупни компании, а става масово явление. Участниците на пазара осъзнаха, че икономическото развитие и прогрес не биха били възможни с неустойчиви модели на растеж, а климатичният риск се разглежда като инвестиционен риск и е ключов двигател за реструктурирането на финансите и разпределението на капитали. Комбинирането на ESG критериите с традиционни финансови показатели води до по-цялостен поглед върху инвестицията и спомага за идентифицирането на рисковете и възможностите ѝ.

Заедно с ESG фокусираните инвестиции, на преден план излязоха концепции като отговорна инвестиция, социално отговорен инвеститор и инвестиране с въздействие.

Отговорното инвестиране (Responsible investments) се определя като стратегия,

която интегрира ESG фактори във всички критерии за оценка, от инвестиционното решение до измерване на ефективността от инвестицията. Този подход има за цел да комбинира финансовата възвращаемост с морални или етични съображения. Следователно отговорното инвестиране е инвестиционна стратегия, ориентирана към ESG, която може да бъде приложена от инвеститори, чиято основна цел е финансова възвръщаемост по устойчив начин. В този контекст, отговорното инвестиране твърди че ESG факторите не са абстрактни понятия, а компаниите, които не вземат предвид тези принципи, всъщност имат значителни рискове за финансовата възвръщаемост, предоставена на инвеститорите.

Социално отговорните инвестиции (Socially responsible investment - SRI) или етични инвестиции използват принципа на положителна и отрицателна селекция. Положителната селекция търси компании, чиито продукти и услуги допринасят за декарбонизация, финансово включване и устойчива трансформация. Обратно, отрицателната селекция се отнася до умишлено избягване на инвестиции в компании или организации с дейности, които имат негативно въздействие върху околната среда или обществото и са в конфликт с нефинансовите ценности на инвеститора. По този начин се цели да се предотвратят негативните резултати на инвестиционния портфейл. Финансовата печалба тук е от второстепенно значение. Това не означава, че тези инвестиции не могат да бъдат едновременно морално справедливи и печеливши. В подкрепа на тази теза, през 2022 г. Morningstar U.S. Sustainability Index, надмина доходността на S&P 500 с 0,7% (Forbes, 2023). В полето на сделките по сливания и придобивания Aktas et al. (2011) установяват, че придобиваща компания с високо ниво на социално отговорни инвестиции, реализира по-висока кумулативна аномална възвръщаемост за акционерите при обявлението на сделка-

та, отколкото придобиваща компания с по ниско ниво на SRI. Освен това, те предполагат че очакваните синергии са значително по-големи, когато мишената е компания с високо ниво на SRI.

Подходът на инвестиране с въздействие (Impact investing), прави няколко стъпки напред, като дава приоритет на инвестирането в компании или фондове, които приоритизират социалното или екологичното въздействие пред финансовата възвръщаемост. По този начин, целта на въздействащото инвестиране е да помогне на бизнеса или организацията да постигне конкретни цели, които са от полза за обществото или околната среда. Въздействащите инвестиции могат да бъдат направени, както в нововъзникващи, така и в развити пазари и са насочени към възвръщаемост под пазарния процент, в зависимост от стратегическите цели на инвеститорите.

От казаното дотук, можем да обобщим, че ESG критериите е възможно да се разглеждат като корпоративен социален кредитен рейтинг, който привлича все повече внимание от инвеститорите - индивидуални и институционални. Скорошно изследване на Morgan Stanley (2021), установи че над 90% от Милениал инвеститорите се интересуват от устойчиво инвестиране. Тъй като Милениалите започват да съставляват все по-голям сегмент от общия набор от инвеститори и потребители, можем да очакваме значението на ESG инвестирането да нараства паралелно в бъдеще.

Взаимовръзка между ESG и стойността на компанията

Според икономическата литература компаниите, които възприемат отговорно инвестиране или политики за устойчивост, повишават своята репутация и финансови резултати, подобряват пазарната си стойност, получат по-добър достъп до капи-

талово финансиране и намаляват риска (Tampakoudis and Anagnostopoulou, 2020).

ESG факторите могат да повлияят на стойността на една компания пряко и косвено. Директно - доколкото една компания може да спести разходи, ако нейните служители получават конкурентно и справедливо заплащане и по този начин редуцира текущото на служители, или с това че компанията има ниско ниво на емисии и разходи за енергия поради висока енергийна ефективност. Аспектите на ESG могат да повлияят на стойността на бизнеса и косвено, тъй като оказват влияние върху репутацията на компанията и по този начин върху способността ѝ да печели нови клиенти. Или създавайки стойност за заинтересованите страни, компанията създава дългосрочна стойност за своите акционери (Фигура 1).

В рамките на следващото изложение ще разгледаме ESG ефектите върху стойността на компанията през призмата на двете доминиращи теории - теорията на заинтересованите страни и теорията на акционерите.

Според теорията на заинтересованите страни (Freeman, 1984), компаниите трябва да обмислят ефектите от своите дейст-

вия върху различни групи лица, които имат интерес или дял в корпорацията. Осигурявайки необходимите ресурси за задоволяване на интересите на заинтересованите страни, компаниите изграждат силни взаимоотношения с тях. В резултат на това, заинтересованите страни са по-склонни да допринесат с ресурси и усилия за бизнеса, което от своя страна увеличава стойността за акционерите. По този начин, в компании с висока социална отговорност, интересите на акционерите и другите заинтересовани страни са в по-голямо съответствие. Отговорното инвестиране и съблюдаването на ESG критерии водят и до по-добра комуникация между вътрешните и външните лица, смекчавайки потенциалните конфликти на интереси, и по този начин косвено допринасят за стойността на бизнеса. Освен това, по-високата ESG ангажираност намалява репутационния риск и нивото на информационна асиметрия, като по този начин подкрепя изграждането на репутация.

Редица проучвания откриват положителна връзка между ESG и представянето на компанията, като по този начин осигуряват подкрепа за теорията на заин-



Фигура 1. Създаване на стойност за заинтересованите страни

Източник: Автора

тересованите страни. Според Tampakoudis & Anagnostopoulou (2020), заинтересованите страни придават по-голяма стойност на представянето на компанията, когато тя публикува информация под формата на ESG доклад, както и компаниите, които публикуват ESG отчети регистрират по-висока възвръщаемост на фондовия пазар от техните конкуренти, които не публикуват такива. Според изследване на Yoon, Lee and Byun (2018), по-големите компании, с по-голям интерес от страна на анализаторите и такива разположени в страни с високо ниво на свобода на печата, е вероятно да имат по-голямо въздействие върху пазарната си стойност посредством корпоративно социалните и ESG резултати. До подобни изводи достига и доклад на MSCI, според който компаниите с високи ESG резултати управляват значително по-добре бизнес рисковете и по-рядко претърпят спад в цената на акциите при корпоративно негативно събитие (Giese et al. 2019). Това се потвърди и по време на COVID-19 пандемията, когато бяхме свидетели на драстично увеличаване на икономическата несигурност и липсата на взаимно доверие между фирмите и заинтересованите страни, но въпреки това компаниите, които се грижеха за своите служители, клиенти и общности, се издигнаха над своите конкуренти, вдъхвайки доверие и култивирайки лоялност.

Обратно на теорията на заинтересованите страни, теорията на акционерите предполага, че основната цел на компанията е да увеличи богатството на своите акционери (Jensen, 2001). Обслужвайки интересите на заинтересованите страни, компаниите прахосват финансови ресурси за сметка на акционерите и по този начин осъществяват трансфер на богатство от акционерите към заинтересованите страни. Според някои гледни точки, инвестицията в социална отговорност е пряка манифестация на агентски конфликт, при която мениджърите често са склонни да жертват пари, инвестирайки пре-

калено много в ESG инициативи, за да подобрят собствената си репутация (Buchanan et al., 2018). Освен това, застъпниците на теорията твърдят че прекомерното фокусиране върху устойчивостта е времеемко и може да отвлече вниманието на мениджърите от тяхната същинска отговорност.

Според тази школа, ESG активностите имат отрицателен ефект върху корпоративната стойност и корпоративното представяне, твърдение, което е частично потвърдено в някои проучвания. Например Krüger (2015), показва че инвеститорите реагират отрицателно на положителните ESG новини, освен ако компанията няма история на лоши отношения със заинтересованите страни, в които случай ESG има компенсиращ ефект и се оценява положително от пазара. По подобен начин, Sekhon and Kathuria (2019), установяват че ефектът от корпоративната социална отговорност върху финансовото представяне е или неутрален (рентабилност на активите, марж на нетната печалба) или отрицателен (рентабилност на собствения капитал). И накрая, Buchanan et al. (2018) предполагат, че ефектът от ESG върху стойността на компанията зависи от преобладаващите икономически условия и нивото на институционална собственост.

Предвид новата икономическа среда след настъпването на COVID-19, теорията за акционерите осигурява рационална основа за намаляване на инвестициите в социални и екологични проекти. Освен неочаквания шок в приходите, компаниите се сблъскаха с нежеланието на заемодателите да предоставят средства, което допълнително затрудни способността им да се справят със своите фиксирани разходи и дългосрочна ликвидност. При тези обстоятелства, финансовата гъвкавост на фирмата се оказва решаващ фактор за справяне с финансови затруднения, а това може да се постигне чрез отлагане на инвестиции и намаляване на разходи.

Надграждайки споменатите две теории се разви нов възглед, който става все по-ма-

сов в съвременния свят, а именно за *благостоянието на акционерите*. Той се основа на същото предположение като Friedman (2007), че мениджърите трябва да се грижат за своите акционери, но води до различно заключение. Friedman, твърди че мениджърите трябва да следват политики и практики, които максимизират възвръщаемостта на акционерите, като например намаляване на разходите и повишаване на рентабилността. Тази обосновка предполага, че акционерите се интересуват само от максимизиране на пазарната стойност на компанията, но според Hart and Zingales (2017), това е твърде тясна дефиниция, за да опише мотивите на акционерите. Те също така са загрижени за *етични и социални въпроси* и вземат решения в ежедневието си, за да намалят щетите за обществото и планетата. Например, могат да разпределят своя капитал, за да смекчат социалните и етични проблеми. Или Hart & Zingales разширяват дефиницията на Friedman за стойност от просто финансова до такава, която включва ползи за обществото.

По настоящем, създаването на устойчива стойност на предприятието означава генериране на устойчива стойност за всички основни заинтересовани страни на компанията, включително акционери, служители, клиенти, доставчици, дистрибутори и общности. Това включва създаване на икономическа стойност за бизнеса, както и зачитане на правата на хората, изграждане на техния човешки и социален капитал и защита и възстановяване на природния капитал. Тези аспекти – създаването на устойчива и споделена пряка стойност за заинтересованите страни на компанията, както и по-широка обществена стойност – са важни сами по себе си, но също така взаимно се подсилват. Заедно, те придават ефект на триизмерно значение на устойчивостта в контекста на създаването на стойност, което е едновременно финансово, социално и екологично устойчиво.

От казаното дотук, можем да направим извода, че двете доминиращи гледни точки достигат до противоположни заключения по отношение на влиянието на ESG върху стойността на компанията. Към момента опитите да се изследва емпирично коя надделява не постигат еднозначно консенсус. Изследванията на финансовите резултати от ESG инвестициите са определено смесени. Голямо мета-проучване на повече от 1000 рецензирани статии, публикувани между 2015 г. и 2020 г., установява, че по-голямата част от изследванията определят ESG инвестирането като по-скоро финансово изгодно (Whelan et al., 2021). Фактът, че през последните 25 години светът наблюдава експоненциален ръст на броя на компаниите, които измерват и отчитат ESG данни; натискът на инвеститорите; развиващата се регулация и това че ESG критериите залягат като база за вземане на инвестиционно решение не само в средите на професионалните инвеститори, но и сред обикновените потребители ни дава основание да открийм нарастващата роля на ESG при финансовото представяне на компаниите. Този въпрос ще бъде разгледан в контекста на сделките по сливания и придобивания, доколкото те са едни от най-важните решения за бизнеса, с потенциал да оказват пряко положително и неблагоприятно влияние върху стойността на компаниите.

ESG факторите в сделките по сливания и придобивания

Сделките по сливания и придобивания са инвестиционни решения с цел постигане на растеж, при които две или повече компании се консолидират в едно предприятие. При тях, придобиващият заплаща премия за целевата компания, за да получи контрол върху ценни ресурси и организационни способности, които да доведат до реализиране на конкурентно предимство и създаване на *акционерна стойност за биз-*

неса. Въпреки това, повечето проучвания установяват, че M&A е дейност, която разрушава стойност, за придобиващите компании.

Два от най-разпространените мотиви за M&A транзакциите в литературата са хипотезата за синергията и хипотезата за пазара на корпоративен контрол.

Хипотезата за синергията гласи, че мениджърите улавят стойност за акционерите чрез различни синергии - като икономии от мащаба и обхвата, вертикална интеграция, финансови печалби, диверсификация, кроспродажби и др. Тези очаквани синергии трябва да бъдат отразени в премията за придобиване. Синергии могат да бъдат създадени и оптимизирани посредством добро представяне на ESG активностите. Пример за това е, ако дадена компания дава приоритет на иновациите, създаването на нови продукти и услуги, производствени методи или навлизане на нови пазари. Тази способност би била ценна за придобиващите, което би резултирало в по-висока премия за целевата компания. Освен това, съвместимостта на възгледите по културни, етични и свързани с управлението въпроси са съществени фактори за успешна реализация на синергията и последващата интеграция на бизнесите. Следователно, ESG критериите могат да бъдат индикатор за съвместимост между двете компании, като по този начин увеличават вероятността за реализирането на синергии (Deng et al., 2013).

На следващо място, *хипотезата за пазара на корпоративен контрол гласи*, че неефективното управление се проявява в цената на акциите на компанията и има дисциплиниращият ефект върху мениджмънта. Потенциалните придобиващи могат да установят това, да придобият целевата компания и да сменят ръководството. Следователно мениджъри, които действат извън най-добрия интерес на акционерите, или са некомпетентни, биват заменени

и по този начин се увеличава стойността на целевата компания. Обвързвайки това с пазарната премия, това е стойността на контрола (контролната премия), т.е. печалбата от по-ефективното управление на мишената (Damodaran, 2005). Следователно, следвайки хипотезата на пазара за корпоративен контрол, очакваме премията за M&A сделката да бъде по-висока, когато целевата компания има лошо управление. Предвид че хипотезата засяга механизмите за управление, тя е пряко свързана с ESG факторите, доколкото те изрично измерват ефективността на управлението. Хипотезата предполага, че компаниите с ниски управленски резултати следва да бъдат придобивани по-често и да получават по-високи премии.

В хода на сделките по сливания и придобивания сме свидетели на *асиметрична информация* между страните, предвид невъзможността за обхващане на всички аспекти от дейността на компанията мишена. Налице е непълна информация, тъй като продавачът разполага с по-изчерпателни познания за своята компания. По този начин асиметричната информация е тясно свързана с премиите, тъй като вътрешноприсъщата стойност на бизнеса е по-трудна за оценяване, когато информацията е оскъдна. Последиците могат да доведат до отказ от потенциални сделки, намалени офертни цени и риск от неблагоприятна селекция. Респективно, придобиващите имат стимули да третират всички потенциални целеви компании като лоши. Ето защо последните следва да разкриват повече информация за отделните аспекти на дейността си, за да сигнализират за цялостно качество. Изследванията показват, че за да намалят информационните асиметрии, придобиващите е по-вероятно да придобият мишени, които са бивши стратегически партньори, с близко географско местоположение или свързани чрез общи клиенти, одитори или други лица.

ESG отчетността може да намали част от информационната асиметрия чрез прозрачност относно ESG инициативите на бизнеса. По-високата ESG оценка резултира в по-високи пазарни премии, доколкото намалява асиметрията и неблагоприятния подбор, сигнализирайки за цялостното качество на мишената, заедно с културните и етичните ценности (Choi et al., 2015). В допълнение, ефектът от ESG върху премията за придобиване е още по-разпространен при трансгранични сливания и придобивания, поради различия в изискванията за разкриване на информация, регулиране и култура. Тези констатации подчертават определящата ролята на ESG критериите като фактор за размера на премията при M&A сделки.

ESG дейностите могат да действат и като средство за редуциране на риска при сделки по сливане и придобиване. Компаниите трябва да вземат предвид множество рискове, свързани с ESG, извън климата и устойчивостта. Тъй като веригите за доставки се диверсифицираха географски през последните години, организациите бяха изложени на проблеми с труда и човешките права, с които индустриализираните икономики рядко се сблъскват. Някои ESG рискове ще се проявяват в продължение на много години, дори десетилетия – далеч по-дълъг времеви хоризонт от типичния три до пет годишен период, използван от моделите за оценка на сливания и придобивания. Това увеличава ликвидния риск на придобиващите компании, като се има предвид, че те имат ограничена видимост за това как нововъзникващите регулации, технологии или рискове могат да повлияят на бизнеса в дългосрочен план. Правителствата в някои региони започват да определят агресивни цели за достигане на нулеви емисии през следващите десетилетия. Според Deloitte (2023b), в бъдеще моделите за оценка на M&A сделки трябва да вземат предвид по-дълги времеви хо-

ризонти. Моделирането на различни сценарии ще трябва да отразява начините, по които различни фактори могат да се проявят в по-дълъг времеви хоризонт – като препоръчителния период при планиран изход от инвестицията на фонд за рисков капитал е пет години, а при стратегически инвеститор е десет години.

Ангажираността с корпоративна социална отговорност според Godfrey et al. (2009) е от полза за компанията в случай на неблагоприятно събитие, при което загубата на стойност средно е по-малка за компании с добри ESG резултати. Екологичните, социалните и управленските фактори функционират като *репутационен актив* на бизнеса, който индиректно представлява връзката на целевата фирма с нейните заинтересовани страни. Те намаляват вероятността от репутационни и съдебни рискове, произтичащи от социални и екологични проблеми, което придобиващите ценят повече от индивидуалните инвеститори, предвид разходите за ликвидация и намаляване на риска, което резултира в по-високи пазарни премии.

В обобщение, обсъжданите фактори на теория би трябвало да влияят върху размера на премията при M&A сделки, като повечето от литературните източници намират положителен ефект. Изводите се потвърждават от редица емпирични изследвания в консултантската сфера. Например, изследване на McKinsey (2020) сред мениджъри показва среден размер на *ESG премия* в размер на 10 % за компания с положително представяне по проблемите на ESG, спрямо компания с отрицателно представяне. Тази средна стойност е относително последователна между главните изпълнителни директори и други ръководители на корпоративно ниво, както и сред респондентите в различни географски местоположения, индустрии, размери и структури на собственост. В допълнение, Goldman Sachs (2022, цитирано в Herbert

Smith Freehills, 2023, с. 11), установяват че компаниите, съобразени с таксономията на ЕС, се търгуват с 37% премия на пазарните мултипликатори Цена/Печалба (P/E) и Стойност на компанията/Печалба преди лихви данъци и амортизация (EV/EBITDA) спрямо прилежащия сектор.

Друго изследване на Deloitte (2023a), обяснява конкурентното предимство и дългосрочната стойност, която ESG критериите носят на компаниите с шест основни проявления:

1) по-голямо бранд разпознаване и по-силна защита на бранд капитала при негативни събития – 78% от потребителите е по-вероятно да запомнят компания асоциирана със силно ESG присъствие;

2) по-лесен достъп до нови пазари и по-висока ценова премия за ESG продукти – продуктите, чийто маркетинг е устойчив регистрират средно 39,5% по-висока цена спрямо традиционно маркирани продукти;

3) по-лесен достъп до капитал и по-високи пазарни оценки – компаниите, който изпълняват ESG очакванията на своите заинтересовани лица, реализират 6,4% по-висока възвращаемост на собствения капитал;

4) по-висока оперативна ефективност на дейността за сметка на редуциране на разходите по веригите на доставки – компаниите със устойчиви продукти намаляват логистичните си разходи със средно 64%;

5) по-лесно привличане на специалисти/таланти и по-малко текучество на персонала – 78% от служителите заявяват, че биха предпочели да работят за целенасочена и социално отговорна компания, а 75% от поколението Милениали биха приели по-малко заплащане за да работят в такава;

6) по-нисък риск – финансовите последиствия при негативни корпоративни събития може да доведат до срив на пазар-

ната капитализация на компаниите между 20-56%.

От анализа на представените данни, можем да направим заключението, че акционерите и заинтересованите страни сега повече от всякога очакват компаниите да дават приоритет на устойчивостта, да действат отговорно, с приобщаване и разнообразие, като същевременно допринасят за глобалните екологични цели. Тези очаквания не подминават и сделките по сливания и придобивания. Неблагоприятни инциденти като нарушения на правата на човека, екологични щети и други етични нарушения, могат да имат значително въздействие върху репутацията и финансовите резултати на консолидирания бизнес. Съображенията за ESG стават все по-важни, те представляват както финансови рискове, така и рискове за репутацията, ето защо се интегрират в корпоративната стратегия за сливания и придобивания.

Включване на ESG съображенията в M&A стратегията

До каква степен компаниите включват ESG философията в своята корпоративна стратегия зависи от индустрията, мащаба, активизма на заинтересованите страни и дори от конкретната сделка. В резултат на това можем да разграничим компании, които реализират два типа сделки - ESG-мотивирани и ESG-съзнателни сделки.

Сливанията и придобиванията, мотивирани от ESG, се преследват целенасочено, за да се постигне напредък в ESG дневния ред на купувача. Пример за такива сделки са трансформационните сделки, разпродажбата на неоперативни активи и навлизането в нови пазари с нови продукти (Таблица 1). Най-видимите примери са въглеродно-интензивните индустрии. M&A е движеща сила в прехода на енергийния сектор към възобновяеми източници на

енергия - утвърдени компании репозиционират своите портфейли около алтернативи за устойчива енергия по-бързо, отколкото биха могли да бъдат изградени чрез стратегията за органичен растеж. В подкрепа на това твърдение, 2022 г. бе крайъгълна година - първата, в която инвестициите в чиста енергия надхвърлиха 1 трлн. д., съ-

ответствайки на глобалните инвестиции в изкопаеми горива (BloombergNEF, 2023).

Междувременно, ESG съзнателните сделки, включват етичната и екологичната гледна точка във веригата на стойността на M&A, дори ако мотива за сделката не е свързан с ESG. Например, придобиващите могат да извършат дю дилидженс анализ, за да определят дали въглеродни-

Таблица 1. ESG влияние върху стратегията за сливания и придобивания

Тип M&A сделка	Бизнес модел	M&A стратегия
Трансформационна сделка (създаване на стойност)	Бизнес модели, които са, или има вероятност да бъдат засегнати неблагоприятно от ESG, но имат по-голяма способност да реагират, трябва да обмислят как чрез M&A сделки могат да уловят допълнителни приходи (нововъзникващи технологии, потребителски предпочитания или устойчиви продукти).	ESG параметрите са ключови за стратегията по сливания и придобивания, включително идентификация и скрининг на целевата компания. Оптимизиран процес на дю дилидженс анализ, планиране и интеграция.
Разпродажба на неосновни активи (остатъчна стойност)	Бизнес модели, които са, или има вероятност да бъдат неблагоприятно повлияни от ESG, но имат ограничена способност да реагират, трябва да идентифицират активи, които не са част от ESG дългосрочната трансформация или са изложени на риск да бъдат блокирани, и да обмислят тяхната продажба.	Ограничено влияние на ESG критериите в стратегията за средносрочен и дългосрочен растеж на бизнеса. Възможни неблагоприятни ESG ефекти след приключване на сделката.
Навлизване в нови пазари и продукти (зърнени инвестиции)	Бизнес модели, които няма вероятност да бъдат значително повлияни от ESG, но имат по-голяма способност да реагират, трябва да обмислят стратегии като инвестиране в иновативни ESG технологии и активи или да развиват целеви партньорства и съюзи.	Решенията по сделки за сливания и придобивания са повлияни от ESG факторите. ESG съображенията са признати като потенциален източник на стойност за бизнеса.
Сигурни пазари (стабилен бизнес растеж)	Бизнес модели, които няма вероятност да бъдат значително повлияни от ESG и имат ограничена способност да реагират, могат да обмислят свързани с ESG оперативни/продуктови подобрения или да придобият технологични активи за ускоряване на ESG трансформацията.	Осъзнаване на влиянието на ESG факторите върху стойността не е отразено в моделите за оценка на M&A сделките. Увеличен риск от разрушаване на акционерна стойност.

ят отпечатък на дадена компания мишена е в съответствие с целите за устойчивост на придобиващия, без връзка с обосновката на сделката. Компании, които търсят прозрачни и социално съзнателни вериги за доставки, ще обърнат допълнително внимание на веригата от доставчици при потенциално придобиване. Подобно ESG-съзнателно мислене набира популярност в индустриите, въпреки че различните сектори поставят акцент върху различни ESG теми.

Интегрирането на ESG съображенията в M&A стратегията може да се наблюдава на всеки един от етапите по осъществяване на сделката – от нейното инициране, до процеса на интеграция (Фигура 2). Ще разгледаме кратко всеки от тях.

Етап 1: Предварителна фаза

Фазата обикновено започва с иницирането на сделката, т.е. решение за участие в сливане или придобиване. Изборът на целева компания включва идентифициране и предварителен преглед на потенциални ми-



Фигура 2. Влияние на ESG факторите в стратегията за сделки по сливания и придобивания
Източник: HWL Ebsworth Lawyers

шени. За да идентифицират целевите компании, придобиващите разчитат на пазарен скрининг, създавайки вътрешни списъци с потенциални цели, които могат да бъдат актуализирани като част от текущата работа по стратегията за сливания и придобивания. Докато разработва своята M&A стратегия, компанията трябва да избягва придобиването на «финансово токсични активи» или

активи, които систематично вредят на своите купувачи в голям мащаб, генерирайки системен риск (Seele and Chesney, 2017). ESG-токсичните предприятия са тези с лоши екологични, социални и управленски стандарти или история. Придобиването на такъв бизнес може да представлява значителни рискове и предизвикателства, по-ва-

жните от които могат да бъдат представени, както следва:

1. Финансови рискове: Компаниите с лоши ESG практики обикновено се разглеждат като по-рискови, което може да доведе до по-висока цена на капитала и по-ниски оценки на стойността. Например, те могат да бъдат изправени пред потенциални задължения, свързани с екологични щети или съдебни дела по трудови въпроси. Тези пасиви могат пряко да повлияят на финансовите резултати на придобиващата компания.

2. Репутационни рискове: Свързването с бизнес, който има лоши ESG резултати може да навреди на репутацията на придобиващия сред клиентите, инвеститорите и широката общественост. Това може да доведе до загуба на лоялност на клиентите, намалено доверие на инвеститорите и в крайна сметка до загуба на стойност за акционерите.

3. Регулаторни рискове: ESG-токсичните бизнеси могат да бъдат изправени пред по-строг контрол от страна на регулаторните органи, което води до потенциални глоби или санкции. Регулаторната среда става все по-строга, когато става дума за въпроси, свързани с ESG, така че придобиването на компания с лошо ESG представяне може да доведе до проблеми със спазването на регулаторните изисквания в бъдеще.

4. Интеграционни рискове: Интегрирането на бизнес с лоши ESG стандарти в компания със силни ESG стандарти може да бъде скъпоструващо начинание. Вероятно е да се наложи придобиващият да инвестира значително в подобрения, за да приведе бизнеса в съответствие със собствените си ESG стандарти.

5. Рискове, свързани с човешкия капитал: Компании с лоши ESG досиета може да срещат затруднения при привличането и задържането на специалисти/таланти.

Етап 2: Дю дилиджънс анализ

Целта на този етап е придобиващата компания да добие цялостно разбиране за дей-

ността и рисковете на целевата компания, като проведе задълбочен дю дилиджънс анализ, за да намали информационната асиметрия (Laamanen, 2007). ESG съображенията могат да играят важна роля във фазата на надлежната проверка и подготвянето на писмото за намерение (Letter of Intent - LOI). Въпреки че няма унифицирани показатели, за да се направи точна оценка на съществеността на ESG факторите (които често зависят от съответната индустрия и профила на потенциалния купувач), има някои съображения, които придобиващите следва да имат предвид. Последователността на ESG дю дилиджънс анализа, е първо, да се провери дали съществуват ESG данни и да се оцени тяхната достоверност, след което да се идентифицират рисковете - включително регулаторни, рискове от активизъм на акционерите, репутационни рискове и рискове от съдебни спорове. Направените констатации ще са отправна точки при последващото оформяне на транзакционните документи и определяне на стойността на целевата компания.

Все по-често, придобиващите се интересуват дали текущите бизнес практики на целевата компания ще бъдат оценени благосклонно от заинтересованите страни (главно инвеститори и клиенти) особено във връзка с веригите за доставки, емисиите и съвременното робство. Други съображения включват дали мишената отговаря на „незадължителните закони“, като индустриални стандарти, очаквани в дадения сектор и пред какви рискове са изправени придобиващите по отношение на потенциални претенции за „зелено измиване“. Интерес представлява и това дали целевата компания е приложила дю дилиджънс спрямо собствените си доставчици и други трети страни, какви договорености, клаузи и гаранции съществуват.

Отчитането на ESG факторите при дю дилиджънс анализа в хода на сделките по сливания и придобивания води до редица ползи, сред които: подобрена репутация и

стойност на бранда; повишен инвеститорски интерес; достъп до капиталови пазари; подобро задържане и ангажираност на служителите, създаване на дългосрочна стойност чрез изграждане на устойчив бизнес модел и възползване от нарастващото търсене на устойчиви продукти и услуги.

Значението на ESG факторите се потвърждава и от това, че те могат да послужат като причина за потенциален отказ от M&A транзакция – в случаите когато целевата компания има значителни проблеми, които не могат да бъдат ефективно адресирани или коригирани.

Етап 3: Документи по сделката

Предвид фокусът на инвеститорите върху ESG представянето на бизнеса, може да очакваме все повече специфични ESG клаузи в транзакционните документи при сделките по сливания или придобивания. Те могат да включват конкретни гаранции, промени в клаузите за съществени неблагоприятни последици (форсирани след COVID пандемията), условия за приключване на M&A сделката и специфични ESG обезщетения. В Европа и Северна Америка, въпреки че не са изрично идентифицирани като ESG гаранции, гаранциите за околната среда, условията на труд, борбата с подкупите и корупцията и прането на пари, винаги са присъствали в големите транзакции и ще продължат да бъдат важни, въпреки че може да не покриват адекватно специфични ESG рискове.

Изготвянето на договорни разпоредби, които конкретно се отнасят до ESG факторите, е от съществено значение за справяне с отговорностите и задълженията по отношение на ESG рисковете в транзакционна среда. Примерите включват следното (Stepanova, 2023):

- *Представителства и гаранции.* Специфичните за ESG заявления и гаранции, могат да бъдат пригодени за съответствие с ESG разпоредби-

те. Например, купувачът може да изиска от продавача да представи и гарантира, че целевата компания е внедрила процес на дилдженс на правата на човека, в съответствие с различните директиви на ЕС или ООН, или че спазва приложимите разпоредби за разкриване на информация, свързани с климата.

- *Задължения.* ESG свързани задължения, поети в договори с трети лица, могат да задължат страните да поддържат или подобрят ефективността на ESG инициативите. Купувачът може да изиска от продавача да се ангажира с план за възстановяване на околната среда след финализиране на M&A сделката или да създаде стабилна система за управление на веригата за доставки, която адресира социални рискове, като принудителен труд, в рамките на определен период от време.
- *Обезщетения.* ESG обезщетенията могат да защитят купувача от непредвидени задължения, свързани с ESG въпроси, като замърсяване на околната среда или пропуски в корпоративното управление. Купувачът може да потърси обезщетение за всякакви загуби, произтичащи от неспазване на законите, разпоредбите или стандартите за ESG, които са открити по време на процеса на дилдженс или които се материализират след финализирането на сделката.
- *Корекции на покупната цена.* ESG рисковете могат да бъдат включени в механизмите за коригиране на покупната цена, за да се стимулира силното представяне на целевата компания. Например, страните могат да се споразумеят да обвържат част от покупната цена с постигането на конкретни ESG цели (т.нар.

earn-out clause), като намаляване на емисиите на парникови газове, подобряване на безопасността на работниците или увеличаване на разнообразието и приобщаването.

- *Предварителни или последващи условия.* ESG факторите могат да бъдат интегрирани в предходни или последващи условия, за да се гарантира, че материалните ESG рискове и възможности са разгледани. Например, купувачът може да изиска от целевата компания да получи ESG оценка от трета страна или да коригира идентифицираните рискове, като предварително условие за финализиране на сделката, както и да разработи и приложи план за интегриране на ESG съображенията в корпоративната стратегия на обединената компания, като последващо условие.

Гаранциите и обезщетенията могат да осигурят мярка за защита срещу ESG рискове при сделки по сливания и придобивания, но те не са лишени от своите предизвикателства - като трудности при

дефинирането и количественото определяне на ESG рисковете, морален риск и липса на достатъчно активи, за да се удовлетвори иска на купувача.

Етап 4: Оценка на бизнеса

Това е етапът от M&A сделката, в който се вземат ключови финансови решения като офертна цена, премия за придобиване, размер на придобития дял, начин на плащане и източници на финансиране. Тези решения са взаимосвързани и произтичат от процеса на дю дилидженс анализ и включват лицата вземащи решения и съветници - вътрешни специалисти и външни финансови, правни и стратегически съветници. Съображенията за ESG могат да повлияят на финансовото представяне и оценката на целевата компания по различни начини (Таблица 2).

Придобиващите компании все по-често включват ESG критериите в моделите за оценка на ефективността на M&A сделки и своите финансови прогнози. Някои от факторите, влияещи върху стойността на бизнеса включват:

Таблица 2. Влияние на ESG критериите върху финансовите резултати на компанията

Документ	Негативно влияние на ESG факторите	Положително влияние на ESG факторите
отчет за доходи - Приходи	ESG свързани проблеми с продукт или бранд Въвеждане на свързани с продуктите ESG разпоредби Физически и преходни рискове от изменението на климата По-ниско търсене на неустойчиви продукти, които могат да станат по-скъпи	Подобряване на репутацията на устойчиви продукти и практики По-високо търсене на устойчиви продукти Получаване на субсидии и държавна подкрепа По-висока производителност на персонала

отчет за доходи - Разходи	Увеличаване на въглеродните/други ESG данъци и такси По-високи оперативни разходи за справяне с въздействията от изменението на климата и по-строги ESG стандарти Допълнителен брой служители за управление/адресиране на ESG ефективността	По-ниски разходи за производство на по-устойчиви продукти По-добри нива на задържане на служителите По-ниска цена на дълга, собствения капитал и съвкупния капитал
счетоводен баланс	Намаляване на стойността на активите, изложени на физическите и преходните въздействия от изменението на климата Необходимост от провизии поради ESG съображенията	Разпределяне на капитал за по-устойчиви материални активи
отчет за парични потоци	Капиталови разходи: Инвестиции в ДМА, за да се отговори на съществуващите и нововъзникващите разпоредби Инвестиции в управленски системи за прилагане на най-добрите ESG практики Изходящи потоци за справяне с незадоволително ESG представяне	Подобрената ESG производителност намалява оперативните разходи и цената на дълга

Източник: Deloitte

- *Разходи за реструктуриране:* Ако дадена целева компания изисква значителни инвестиции, за да се справи с ESG проблемите и да приведе своите практики в съответствие с индустриалните стандарти или регулаторни изисквания, това може да повлияе на оценката ѝ. Разходите по реструктуриране и графикът за изпълнение трябва да бъдат интегрирани във финансовите прогнози.
- *Приходи и възможности за растеж:* Силното ESG представяне на компанията може да открие нови възможности за приходи и растеж. Например, целева компания с устойчиви продукти или иновативни екологични технологии може да бъде оценена по-високо, поради потенциала си да завладее пазарен дял и да стимулира бъдещ растеж.
- *Оценка на риска:* ESG рисковете могат да повлияят на възприемания рисков профил на целевата компания. Ако целевата компания има стабилна ESG рамка и въведени ефективни стратегии за намаляване на риска, тя може да се разглежда като по-малко рискова, което потенциално повишава нейната стойност.
- *Цена на финансиране:* кредиторите все повече вземат предвид ESG профила на дадена компания – ако тя демонстрира добри ESG резултати, това резултира в по-изгодни условия за финансиране и обратно. Например, през 2017 г. Philips получи револвиращата кредитна линия от 1 млрд.е. под формата на синдикиран заем от консорциум от шестнадесет банки, с ING в ролята на координатор за устойчивост, с лихвен процент, който зависи от годишното

подобряване на устойчивостта на компанията. Това е първата сделка на пазара на ESG заем, в която ценообразуването е свързано с ESG рейтинг на Sustainalytics (Sustainalytics, 2019).

Както е видно, придобиващите отчетат ESG въздействието на транзакцията, включително въздействието върху репутацията и културата, когато оценяват синергиите от сделката. Респективно, мениджмънта на целевата компания също трябва да е наясно, че опасенията относно ESG все повече ще влияят върху решенията на акционерите да подкрепят или отхвърлят дадена сделка, особено когато заплащането включва акции на придобиващата компания.

Етап 5: Финализиране и интеграция

Приключването на сделката настъпва, когато страните са се споразумели за условията, получили са необходимите съгласия, подписват окончателното споразумение за покупка на акции/активи и изпълняват взаимните отговорности, определени в договора. Сделката все още може да бъде прекратена, ако една от страните реши да се откаже. Голяма част от констатациите, произтичащи от дю дилиджънс анализа се фокусират върху действията, които трябва да бъдат предприети след финализиране на M&A сделката. Това са действия част от 100-дневния или 12-месечния план след придобиването. В крайна сметка, целта на ESG надлежната проверка е да се види как ще изглежда целевата компания в бъдеще и тази визия трябва да бъде ясна в споразуменията, които се подписват. Също така, страните трябва внимателно да обмислят какви конкретни ESG показатели, ако има такива, ще бъдат комуникирани до заинтересованите страни в съобщението за сделката. В подкрепа на това, Graffin et al. (2016), установяват че придобиващите компании разпространяват положителна,

но несвързана информация по време на кратък времеви прозорец около датата на обявяване на M&A сделката, за да компенсират потенциални отрицателни реакции от страна на инвеститорите и потребителите.

Интегрирането в хода на M&A сделката изисква двете страни да адаптират операциите, логистичните и техническите си процедури, както и корпоративните си култури. Възможните форми на интеграция на целевата компания са *частична, пълна или без интеграция*. В случаите когато целевата компания е придобита, за да се трансформира основният бизнес на купувача, например преход към възобновяема енергия, запазването на идентичността и способностите на целевата компания е важно, което може да накара придобиващия да не интегрира придобития бизнес. Частичната интеграция е опция, при която отделни звена може да бъдат интегрирани (например администрация), но отдели като развойна дейност, продажби и маркетинг се поддържат относително самостоятелни – или налице са предимно синергии от елиминиране на дублиращи функции. Пълната интеграция е резултатна стратегия когато купувачът и продавачът оперират на подобни пазари, но е най-трудоемка и времеемка от трите форми. Във всеки случай, навременното включване на екипа за интеграция и ясните срокове и отговорности са от решаващо значение за ефективността на процеса.

Инвеститорите интегрират все повече ESG критерии в своите процеси за вземане на инвестиционни решения. Важната причина за това е, че искат да предприемат правилните действия по отношение на екологичните, социалните и управленските проблеми, както и да избегнат отрицателните ефекти от поведения, противоречащи на тези принципи, върху рентабилността на компанията и възвръщаемостта на инвестициите. С други думи, инвестиции-

те фокусирани върху ESG, превъзхождат други алтернативни инвестиции. Ето защо повишаването на осведомеността за ESG в рамките на компанията във всички области, подкрепата на тази осведоменост с различни фирмени политики и най-важно, създаването на необходимите стратегии ще има голям принос за устойчивия растеж на бизнеса в перспектива.

Заклучение

Екологичните, социалните и управленските фактори са все по-важни в контекста на сделките по сливания и придобивания (M&A) в глобален мащаб. Както бе разгледано, пренебрегването на рисковете от ESG при сливания и придобивания може да доведе до значителни правни, регулаторни, репутационни, финансови, екологични и социални рискове. От друга страна, възприемането на ESG възможности може да доведе до подобрена репутация и стойност на бранда, повишен инвеститорски интерес, улеснен достъп до капиталови пазари, подобро задържане и ангажираност на служителите и създаване на дългосрочна стойност за акционерите.

Като се има предвид нарастващото значение на екологичните, социалните и управленските критерии при сделките по сливания и придобивания се обуславя необходимостта от цялостна рамка за ESG дю дилидънс анализ, която да помогне на компаниите да идентифицират, оценят и смекчат ESG рисковете. Такава рамка трябва да включва оценка на политиките и практиките на компанията спрямо ESG съображенията, спазване на съответните закони и разпоредби и идентифициране на потенциални възможности. Също така, ESG съображенията следва да бъдат интегрирани в корпоративната стратегия по сливане и придобиване на всеки етап от бизнес транзакцията.

Заинтересованите страни, включително инвеститори, регулатори, гражданско общество и самите компании, имат решаваща роля в насърчаването на интегрирането на ESG критериите при M&A сделките. Инвеститорите могат да включат ESG факторите в своите инвестиционни решения и да се ангажират с компаниите, за да подобрят своите ESG резултати. Регулаторите могат да въведат политики и разпоредби, които стимулират компаниите да приемат ESG практики. Гражданското общество може да повиши осведомеността относно важността на ESG и да държи компаниите отговорни за техните ESG резултати. Компаниите могат да възприемат проактивен подход, и да интегрират съображенията свързани с ESG в своите корпоративни стратегии.

Очакванията ни са да видим две ключови области, в които ESG ще оказва въздействие върху транзакциите по сливания и придобивания в бъдеще - изменението на климата (със свързаните допълнителни регулаторни изисквания и изисквания за отчетност) и въздействието на операциите на компанията върху нейните работници и обществото (включително веригите за доставки). Всички бизнеси са изправени пред предизвикателството на увеличения обем и сложност на регулирането, свързано с ESG. Предизвикателството за придобиващите компании ще бъде да се справят с често нематериални проблеми и проблеми с репутацията, като част от стратегията им за външен растеж. Купувачите също все повече ще трябва да вземат под внимание собствените си ангажименти и ESG профил, когато оценяват целевите компании.

Пълното въздействие на ESG върху сделките по сливания и придобивания все още предстои да се види напълно, особено когато компаниите, инвеститорите и другите заинтересовани страни, както и регулаторите, продължават да оценяват и преразглеждат своите приоритети.

Използвани източници

Aktas, N., de Bodt, E., Cousin, J.G. (2011). Do financial markets care about SRI? Evidence from mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, p. 1753-1761.

Bain & Company (2022). *Global M&A Report 2022*. What the best companies did to win in a white-hot market, достъпен на: <https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/2022/>, последно посетен на 16.07.2023.

BloombergNEF (2023). Global Low-Carbon Energy Technology Investment Surges Past \$1 Trillion for the First Time, достъпен на: <https://about.bnef.com/blog/global-low-carbon-energy-technology-investment-surges-past-1-trillion-for-the-first-time/>, последно посетен на 14.07.2023.

Buchanan, B., Cao, C.X., Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 52, p. 73–95.

Center for Audit Quality. (2023). *S&P 500 and ESG Reporting*, достъпен на: <https://www.thecaq.org/sp-500-and-esg-reporting>, последно посетен на 16.08.2023.

Cifrino, D. (2023). The Politicization of ESG Investing. Harvard's Advanced Leadership Initiative (ALI)'s *Social Impact Review*, достъпен на: <https://www.sir.advancedleadership.harvard.edu/articles/politicization-of-esg-investing> последно посетен на 10.08.2023.

Choi, G., Petra, C., Guar, A. (2015). *Target CSR as a signal in acquisitions: Its effect on acquisition premium*, достъпен на: <https://corporate-sustainability.org/wp-content/uploads/Target-CSR.pdf>, последно посетен на 06.08.2023.

Damodaran, A. (2005). *The value of synergy*. Stern School of Business, достъпен на: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>, последно посетен на 08.08.2023.

Deloitte (2023a). *An ever increasing focus on ESG is impacting M&A valuations and*

processes, достъпен на: <https://shorturl.at/p8MpT>, последно посетен на 26.07.2023.

Deloitte (2023b). *Four ways ESG is reshaping M&A*, достъпен на: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-four-ways-esg-is-reshaping-m-a.pdf>, последно посетен на 26.07.2023.

Deng, X., Kang, J.-k., Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of financial Economics*, 110 (1), p.87–109.

ES (2020). Регламент (ЕС) 2020/852 на Европейския парламент и на Съвета от 18 юни 2020 година за създаване на рамка за улесняване на устойчивите инвестиции и за изменение на Регламент (ЕС) 2019/2088 (текст от значение за ЕИП). [ЕС (2020). Регламент (ЕС) 2020/852 на Европейския парламент и на Съвета от 18 юни 2020 година за създаване на рамка за улесняване на устойчивите инвестиции и за изменение на Регламент (ЕС) 2019/2088 (текст от значение за ЕИП)].

EU (2022a). Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting (Text with EEA relevance), достъпен на: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>, последно посетен на 29.07.2023.

EU (2022b). Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937) (Eur-LEX), достъпен на: <https://shorturl.at/mqJZb>, последно посетен на 29.07.2023.

Forbes (2023). *Socially Responsible Investing (SRI)*, достъпен на: <https://www.forbes.com/advisor/investing/sri-socially-responsible-investing/>, последно посетен на 09.08.2023.

Freeman, E.R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman Publishing Inc, Boston.

Friedman, M. (2007). *The social responsibility of business is to increase its profits*. In *Corporate ethics and corporate governance*, Springer. p. 173–178.

Giese, G. Lee, L-E. Melas, D. Nagy, Z. Nishikawa, L. (2019). *Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance*, достъпен на: <https://www.evidenceinvestor.com/evidence/foundations-of-esg-investing-how-esg-affects-equity-valuation-risk-and-performance/>, последно посетен на 25.07.2023.

Godfrey, P. C., Merrill, C. B., Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic management journal*, 30 (4), p.425–445.

Graffin, S., Halebian, J., Kiley, J. (2016). Ready, AIM, acquire: Impression offsetting and acquisitions. *Academy of Management Journal*, 59, p.232-252.

Grewal, J., Serafeim, G. (2020). *Research on Corporate Sustainability: Review and Directions for Future Research*. *Foundations and Trends® in Accounting*: Vol. 14: No. 2, p. 73-127, достъпен на: <https://ssrn.com/abstract=3687330>, последно посетен на 22.07.2023.

Hart, O., Zingales, L. (2017). *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*. ECGI - Finance Working Paper No. 521, достъпен на: <https://ssrn.com/abstract=3004794>, последно посетен на 24.07.2023.

Herbert Smith Freehills (2023). *Global M&A Outlook 2023*, достъпен на: <https://insights.hsf.com/global-ma-outlook-2023/p/1>, последно посетен на 17.07.2023.

Jensen, M. (2001). Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function, *European Financial Management*, Vol. 7 No. 3, p. 297–317.

Kell, G. (2018). The Remarkable Rise of ESG. *Forbes*, достъпен на: <https://www.forbes.com/sites/georgkell/2018/07/11/the-remarkable-rise-of-esg/?sh=1874d7861695>, последно посетен на 27.07.2023.

Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Volume 115, Issue 2, February, p. 304-329, достъпен на: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2287089, последно посетен на 27.07.2023.

Laamanen, T. (2007). On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal*, 28(13), p.1359-1369.

McKinsey & Company (2020). *The ESG premium: New perspectives on value and performance*, достъпен на: <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance>, последно посетен на 22.07.2023.

Morgan Stanley (2021). *Sustainable Signals Individual Investors and the COVID-19 Pandemic*, достъпен на: https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/2021-Sustainable_Signals_Individual_Investor.pdf, последно посетен на 21.07.2023.

OECD (2011). *Guidelines for Multinational Enterprises*, достъпен на: www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf, последно посетен на 16.07.2023.

Porter, M., Kramer, M. (2006). The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *HBR Spotlight Strategy & Society*. December, p.76-93.

Prequin (2023). *ESG in Alternatives 2023*, достъпен на: <https://www.prequin.com/insights/research/reports/esg-in-alternatives-2023>, последно посетен на 07.08.2023.

Samans, R., Nelson, J. (2022). *Sustainable Enterprise Value Creation Implementing Stakeholder Capitalism through Full ESG Integration*. Palgrave Macmillan.

Seele, P., Chesney, M. (2017). Toxic sustainable companies: a critique on the shortcomings

of current corporate sustainability ratings and a definition of ‘financial toxicity’, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 7:2, p. 139-146.

Sekhon, A., Kathuria, L. (2019). Analyzing the impact of corporate social responsibility on corporate financial performance: evidence from top Indian firms. *ResearchGate*, достъпен на: <https://shorturl.at/Bo10W>, последно посетен на 06.08.2023.

Stepanova, S. (2023). The role of ESG factors in shaping M&A deal value and reputation. *International Bar Association*, достъпен на: <https://www.ibanet.org/Role-of-ESG-factors-in-shaping-M&A-deal-value-and-reputation>, последно посетен на 29.07.2023.

Sustainalytics (2019). *Demystifying Sustainability Linked Loans: Leverage your ESG Rating*, достъпен на: <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/corporate-esg-blog/demystifying-sustainability-linked-loans-leverage-your-esg-rating>, последно посетен на 08.08.2023.

Tampakoudis, I., Anagnostopoulou, E. (2020). The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance per-

formance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, Wiley Blackwell, vol. 29(5), p.1865-1875.

UN (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development : Our common future*, достъпен на: <https://digitallibrary.un.org/record/139811?ln=en>, последно посетен на 19.07.2023.

United Nations Human Rights Office of the High Commissioner (2011). *Guiding Principles on Business and Human Rights*, достъпен на: www.ohchr.org/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_en.pdf, последно посетен на 19.07.2023.

Whelan, T., Ulrich A., Tracy VH, Casey C. (2021). ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015–2020. *NYU-RAM Working Paper*, достъпен на: <https://shorturl.at/XzIst>, последно посетен на 28.07.2023.

Yoon, B., Lee, J., Byun, R. (2018). Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. *Sustainability*, MDPI, vol. 10(10), p. 1-18.