

Кукушкин Павел Андреевич
аспирант, ФГБОУ ВО «Финансовый
университет при Правительстве РФ»,
г. Москва
e-mail: kukushkin.pavel.4@gmail.com

СУЩНОСТЬ И РОЛЬ ПРЕДЫНВЕСТИЦИОННОГО АНАЛИЗА В ПРОЕКТАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Аннотация. В современной российской науке предынвестиционный анализ является малоизученным элементом процессов слияний и поглощений. Предынвестиционный анализ в настоящее время мало используется в отечественной практике из-за недостаточности методического обоснования данного вида деятельности. Цель данной работы заключается в раскрытии роли и сущности предынвестиционного анализа. Обоснована необходимость его осуществления в рамках проектов слияний и поглощений, как необходимого этапа, минимизирующего дальнейшие финансовые риски поглощаемой компании, рассмотрен процесс его проведения в рамках стейкхолдерского подхода.

Ключевые слова: слияние и поглощение, реструктуризация, предынвестиционный анализ, коммерческая организация, стейкхолдерский подход.

Kukushkin Pavel
Postgraduate student, Financial University
under the Government of Russian
Federation, Moscow
e-mail: kukushkin.pavel.4@gmail.com

THE ESSENCE AND ROLE OF THE DUE DILIGENCE IN MERGERS AND ACQUISITIONS PROJECTS

Abstract. In modern Russian science, due diligence is not sufficiently studied part of mergers and acquisitions. Due diligence is currently little used in domestic practice due to the lack of methodological justification for this type of activity. The purpose of this work is to reveal the role and essence of due diligence. The article substantiates the necessity of its implementation within the framework of mergers and acquisitions projects, as a necessary stage, which minimizes the further financial risks for the acquirer, and considers the process of its implementation organizations within the stakeholder approach.

Keywords: merger and acquisition, restructuring, due diligence, commercial organization, stakeholder approach.

В современной российской экономике процессы слияний и поглощений начинают занимать значимое место в деятельности различных организаций. Рынок сделок слияний и поглощений растет и активно развивается, не смотря на нестабильность как российской, так и мировой экономики. В 2016 г. по данным KPMG общая сумма сделок увеличилась на 46 % по сравнению с 2015 г., до 75,8 млрд долл. США. По данным Thomson Reuter рынок слияний и поглощений в России растет уже 3-й год подряд, а объем сделок достиг 5,8 млрд долл. США [5]. По мнению экспертов, стимулы к росту рынка заметны, также как рост интереса иностранных и российских инвесторов, в первую очередь это связано с изменением курса рубля, что сделало Россию привлекательной площадкой для инвестиций. Таким образом, исследования инвестиционной деятельности и сделок слияний и поглощений становятся все более актуальной темой для исследования, а предынвестиционный анализ, как составляющая процесса слияний и поглощений, становится одним из ключевых аспектов современного экономического анализа.

Цель работы – определение сущности и роли предынвестиционного анализа. Предынвестиционный анализ – малоизученное направление деятельности в современной отечественной литературе, хотя различные авторы затрагивали этот аспект слияний и поглощений в своих исследованиях, проблема определения его роли и сущности остается недостаточно разработанной в настоящее время.

Необходимо определиться с понятийным аппаратом для дальнейшего изучения предынвестиционного анализа в рамках проектов слияний и поглощений. Под проектом, согласно определению, данному в [3], понимается деятельность, направленная на достижение определенных результатов через координированное выполнение многочисленных, взаимосвязанных действий, ограниченная по времени. Инвестиционный проект понимается как инвестиционная акция, предусматривающая вложение определенного количества ресурсов, в том числе интеллектуальных, финансовых, материальных, человеческих, для получения запланированного результата и достижения определенных целей в обусловленные сроки. Под проектом слияний и поглощений следует

понимать инвестиционный проект, который запланирован и находится в активной стадии согласования, но еще не осуществлен полностью. В рамках проекта поглощающая компания уже сделала первоначальное предложение о покупке компании цели. В международной практике данное предложение называется non-binding offer, что обозначает оферту, не содержащую обязательства по покупке, которая может быть отозвана в дальнейшем [6]. Подписав данное соглашение, оба юридических лица (поглощающая компания и компания цель) выражают свое желание участвовать в проекте по слияниям и поглощениям. Следует отметить, что участие в проекте всегда добровольное, в контексте данной работы не рассматриваются случаи враждебного поглощения компаний, так как предынвестиционный анализ в таком случае проводится исключительно на внешних данных, что существенно ограничивает возможности исследования. Добровольное согласие, однако не означает, что компания будет активно способствовать проведению анализа ее деятельности. В зависимости от отношений между менеджментом поглощающей компании и компании цели, а также от характера основной деятельности организации и ее реального финансового и юридического состояния зависит степень открытости при предоставлении информации.

Под предынвестиционным анализом понимается исследование деятельности организации в рамках инвестиционного проекта, которое включает изучение финансовой, юридической и налоговой составляющей. В международной практике обычно используется термин due diligence, который в настоящее время не имеет аналогов в русском языке, и обозначает комплексную процедуру составления объективного представления об объекте инвестирования, включающую независимую оценку объекта инвестирования, всестороннее исследование деятельности компании [2]. Отечественный термин «предынвестиционный анализ» в наибольшей степени соответствует понятию due diligence, так как представляет собой предшествующую финальным переговорам, определяющим условия и цену сделки, а иногда и деятельности оценщиков, стадию.

Роль предынвестиционного анализа состоит в минимизации рисков организации при принятии инвестиционных решений [4]. Именно по результатам предынвестиционного анализа зачастую проводится оценка бизнеса профессиональными оценщиками, составляется договор купли-продажи, включающий определенные условия, такие как необходимый уровень чистого долга и рабочего капитала, штрафные санкции для продавцов в случае отклонения реальных значений от целевых показателей или даже оговорки о пересмотре цены сделки. Более того, по итогам предынвестиционного анализа часть проектов приостанавливается или закрывается из-за выявления высоких рисков для инвестора, таких как существование налоговой задолженности, судебных разбирательств или убыточности бизнеса. Таким образом, предынвестиционный анализ способствует закрытию проектов слияний и поглощений с наибольшей выгодой для поглощающей компании, нежели без проведения данных исследований.

Предынвестиционный анализ не направлен на подтверждение достоверности информации, объем процедур, проводимых в рамках предынвестиционного анализа существенно меньше, чем аудит или обзорная проверка бухгалтерской отчетности. Для компаний, проводящих предынвестиционный анализ, важно составить реальное представление о положении дел в организации, в связи с этим определение достоверности получаемой от компании цели информации не является приоритетным направлением деятельности. Вместо этого проводятся различные процедуры, позволяющие в наибольшей степени понять модель бизнеса компании цели и описать ее финансовое состояние с учетом потенциальных рисков. Сущность предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений раскрывается через его основные задачи:

- анализ ключевых заинтересованных сторон организации;
- исследование текущего и исторического финансового состояния, реальной прибыльности деятельности организации;
- оценка эффекта смены собственников или менеджмента организации на показатели деятельности;
- исследование структуры и динамики задолженности и денежных средств, и рабочего капитала;
- изучение структуры организации и денежных потоков;
- выявление будущих рисков, которые могут оказать существенное влияние на организацию;
- прочие задачи, присущие конкретным проектам.

Анализ ключевых заинтересованных сторон организации является первоочередной задачей предынвестиционного анализа. Благодаря выявлению основных стейкхолдеров и их требований становится возможным определить основные направления анализа и сосредоточиться на ключевых аспектах деятельности организации. Для поглощающей компании существенными аспектами предынвестиционного анализа

обычно являются структура владения организацией, взаимоотношения с поставщиками и покупателями, заключенные кредитные договора. В рамках предынвестиционного анализа проводится исследование большей части заинтересованных сторон, как на предмет наличия контроля по отношению к компании цели, так и прочей заинтересованности в ее деятельности. Изучение заинтересованных сторон позволяет выявить риски деятельности организации в процессе и после слияния или поглощения, все последующие задачи предынвестиционного анализа определяются именно на этом этапе.

Исследование финансового положения организации и ее реальной рентабельности позволяет определить целесообразность ведения бизнеса организации. Решение этой задачи предынвестиционного анализа обычно является приоритетной для поглощающей организации, поскольку уже на этом этапе можно оценить расходы на поддержание деятельности компании цели как будущего структурного подразделения поглощающей компании, а также ожидаемую прибыль, которую она будет приносить. В процессе решения данной задачи возникают существенные риски искажения информации, так как собственники компании цели заинтересованы в предоставлении исключительно положительных данных, которые позволят зависить прибыльность, что приведет к росту стоимости сделки. Таким образом, предынвестиционный анализ редко проводится на полных данных об организации и выводы относительно финансового состояния часто подвержены влиянию существенных ограничений по объему данных.

При смене контроля обычно возникают существенные риски, связанные с условиями кредитных и прочих договоров, заключенных компанией-целью. При смене собственников кредитные организации могут в одностороннем порядке расторгнуть договор и потребовать досрочный возврат выданных средств, что может оказать существенное влияние на деятельность организации. Аналогичные условия могут содержаться в договорах с поставщиками и покупателями. После окончания проекта поглощающая компания зачастую меняет менеджмент организации для установления более полного контроля за деятельностью нового подразделения. В контрактах с высшим руководством всегда прописываются особые условия относительно смены собственников, а также «золотые парашюты» – особые выплаты в случае расторжения договора, которые могут достигать до нескольких десятков окладов высшего руководства.

В процессе своей деятельности организация всегда привлекает дополнительные средства для обеспечения своей деятельности, будь то кредитные средства или дебиторская задолженность. Благодаря использованию средств других организаций возможно нормальное функционирование и развитие организации. В процессе предынвестиционного анализа важно изучить данный аспект финансового положения организации, так как это позволит как запланировать необходимый объем инвестиций для поддержания деятельности организации, так и оценить внешний долг организации, график его выплат и возможность погашения. Эта задача тесно переплетается с задачей анализа последствий смены контроля, однако направлена не столько на количественную оценку риска смены собственников, сколько на изучение объема собственных и привлеченных средств и рабочего капитала организации и включение нормальных уровней данных показателей в дальнейшем в договор купли-продажи. Отличие состоит в том, что издержки смены собственника ложатся на поглощающую компанию, в то время как риски, связанные с чистым долгом и рабочим капиталом, переносятся на собственников компании-цели.

При проведении предынвестиционного анализа поглощающая организация всегда исследует структуру компании-цели, чтобы определить, какие из структурных подразделений являются приоритетными (генерируют прибыль организации), а какие – исключительно источниками затрат. Обычно после слияния поглощающая организация избавляется от излишних подразделений, при наличии возможности проведения такой оптимизации. Например, зачастую оптимизируется бухгалтерская функция, планово-экономические подразделения, кадровая служба и прочие структурные единицы, которые уже существуют в поглощающей компании. Таким образом, поглощающая компания оптимизирует затраты на поддержание своей деятельности и получает более полный контроль над деятельностью компании-цели.

Изучение потенциальных рисков, которые могут появиться после окончания проекта также являются одной из задач предынвестиционного анализа. К таким рискам могут относиться абсолютно разные внешние и внутренние факторы, которые присущи каждому проекту и могут являться специфическими. Часть из факторов может быть обусловлена законодательным регулированием, таким как введение новых нормативно-правовых актов, изменение существующей законодательной системы и прочее. Например, если компания осуществляет лицензируемую деятельность, отзыв лицензии государственными органами может оказать существенное

влияние на выручку организации [1]. К внутренним факторам могут относиться высокая текучесть персонала, неравномерное распределение возрастных групп с преобладанием сотрудников пенсионного возраста, географическое положение организации и прочие факторы. В рамках предынвестиционного анализа наличие таких специфических аспектов деятельности обязательно выделяется в существенные риски, объем и вероятность наступления которых следует по возможности определить.

Таким образом, предынвестиционный анализ является эффективным инструментом снижения рисков в процессах слияний и поглощений, использующим современные инструменты экономического анализа. В результате решения задач предынвестиционного анализа у поглощающей организации складывается целостное и объективное представление о компании цели, ее структуре, прибыльности, затратах на поддержание деятельности. На основании выводов предынвестиционного анализа можно проводить дальнейшую работу по оценке бизнеса профессиональными оценщиками или приостановить проект. Часто после получения данных, свидетельствующих о низкой прибыльности и высоких рисках, поглощающая компания решает приостановить или закрыть проект, так как слияние или поглощение с компанией целью приведет к нежелательным последствиям.

В настоящее время рынок слияний и поглощений находится в стадии роста, значительно уступая по объемам рынкам развитых стран. Текущее положение дел во многом обусловлено тем, что главный инструмент снижения рисков слияний и поглощений – предынвестиционный анализ – слабо развит в России из-за недостаточности методического обоснования этого вида деятельности и преимущественно используется крупными международными компаниями. В рамках данной работы определены сущность и роль стадии проектов слияний и поглощений, однако в целом создание необходимой методической базы является приоритетным направлением для будущих исследований в области предынвестиционного анализа проектов слияний и поглощений.

Библиографический список

1. Постановление Правительства РФ от 21.11.2011 г. № 957 «Об организации лицензирования отдельных видов деятельности» // СЗ РФ. – 2011. – № 48. – 6 931 с.
2. Егорова, Ю. А. Процедура Due Diligence – Новое слово в аудите // Бухгалтерский учет, анализ, аудит и налогообложение: проблемы и перспективы. – П.: ПГСХА, 2016. – С. 37-40.
3. Мазур, И. И. и др. Управление проектами: Справочное пособ. / И. И. Мазур, В. Д. Шапиро [и др.]. – М.: Высшая школа, 2001. – 875 с.
4. Манухина, Л. А. и др. Современные тенденции проведения экспертизы due diligence на российском рынке / Л. А. Манухина, Т. К. Нарезная, Е. В. Дехтярь // Экономика и предпринимательство – М.: Редакция журнала «Экономика и предпринимательство», 2017 – № 79-2. – С. 1 092-1 096.
5. Обзор рынка слияния и поглощений (M&A) с 2012 года // Thomson Reuters [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://financial-risk-solutions.thomsonreuters.info> (дата обращения: 23.04.2018).
6. Kötz, H. European Contract Law. – Oxf.: Oxford University Press, 2017. – 400 с.

References

1. Postanovlenie Pravitelstva RF ot 21.11.2011 g. № 957 «Ob organizacii licenzirovaniya otdelnyh vidov deyatel'nosti» [The resolution of the Government of the Russian Federation as of November 21, 2011 № 957 «About the organization of licensing of certain types of activities»] // RF Code. – 2011. – № 48. – Art. 6931.
2. Egorova Y.A. Procedura due diligence – novoe slovo v audite [The Procedure of due diligence – the new dawn of the audit]. Buhgalterskiy uchet analiz audit i nalogooblozhenie: problemy i perspektivy p pgskha [Accounting, analysis, audit and taxes: problems and perspectives of development], 2016, pp. 37-40.
3. Mazur I. I. Upravlenie proektami spravocnoe posobie [Project management handbook]. Moscow: Vysshaya shkola [High School]. Publ., 2001, 875 p.
4. Manuhina L. A. Sovremennye tendencii provedeniya ekspertizy duediligence na rossiyskom rynke [Current trends in Due Diligence due diligence in Russia]. Ekonomika i predprinimatel'stvo [Economics and Enterprise], 2017, №79-2., pp. 1 092-1 096.
5. Obzor rynka sliyaniya i pogloscheniy (M&A) s 2012 goda [Mergers and acquisitions (M&A) market review since 2012]. Available at: <http://financial-risk-solutions.thomsonreuters.info> (accessed 23.04.2018).
6. Kötz, H. European Contract Law / Hein Kötz – Oxf.: Oxford University Press, 2017, 400 p.