

В то же время в течение 1995-2005 гг. отмечалось снижение уровня безработицы с 14% до 4% и увеличение количества занятых людей на 600000 человек (более 50%). В стране практически полная занятость – поразительное улучшение по сравнению с 1980-ми.

Согласованная политика государства привела к тому, что в начале 1990-х годов в Ирландии начался период беспрецедентного экономического роста. ВВП страны ежегодно увеличивался. Уровень экономической активности, исчисленный на основании покупательной способности, как и ВВП на душу населения, был почти на 40% выше, чем в других странах ЕС.

Как показал опыт Ирландии, создание благоприятного инвестиционного климата – это не только следствие принципа невмешательства, но и выполнение согласованного, всестороннего, постоянно преобразуемого плана по созданию таких условий, которые ведут экономику к процветанию. Это действительно впечатляющий опыт страны, сумевшей за сравнительно небольшой промежуток времени не только преодолеть свою экономическую отсталость, но и стать одним из лидеров в ЕС по уровню привлечения инвестиций, и случай Ирландии может послужить моделью для формирования благоприятной инвестиционной среды во многих странах.

#### Литература

1. [www.forfas.ie](http://www.forfas.ie). Department of Enterprise, Trade and Innovation. Trading and investing in a smart economy. [Электронный ресурс]
2. [www.unctad.org](http://www.unctad.org). World Investment Report (UNCTAD) [Электронный ресурс]
3. [www.osce.org](http://www.osce.org). Руководство по наилучшей практике в области формирования позитивного делового и инвестиционного климата (ОБСЕ)
4. [www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org). Doing Business in Ireland. [Электронный ресурс]
5. М. Орлова. Опыт экономической модернизации Ирландии//Полития. – 2010. – №3.
6. [www.oecd.org](http://www.oecd.org). Regulatory reform in Ireland. Financing market openness through regulatory reform. [Электронный ресурс]

## ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА В СДЕЛКАХ ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ

*И.Д. Сибирёва, А.В. Ярошевич  
г. Белгород, Россия*

В последние десятилетия слияния и поглощения (Mergers and Acquisitions) стали одной из важнейших форм корпоративных стратегий инвестирования в политике современных компаний во всем мире. Особую роль при этом имеют трансграничные слияния и поглощения, которые являются перспективной формой выхода компаний на зарубежные рынки.

Слияния и поглощения при выходе российских компаний на мировой рынок способствуют интеграции национальной экономики в мировое хозяйство. Эта интеграция происходит по двум основным направлениям. Иностранные компании приобретают целиком или частично действующие российские компании, привнося в них капитал, современный уровень менеджмента и технологий. Российские компании также все чаще используют слияния и поглощения для своей экспансии на зарубежные рынки.

В условиях перехода к инновационному развитию экономики для российских компаний необходимо своевременно выявить и применить открывающиеся возможности в международном разделении труда и движении капитала для своего экономического развития, а также верно оценить возможности открывающиеся сделками M&A. Отсюда несомненный интерес исследователей к методам оценке эффективности слияний и поглощений [2, с.27-48].

Для повышения эффективности зарубежной экспансии российские компании в перспективе должны совершенствовать технологии проведения сделок по слияниям и поглощениям. На российском рынке остро стоит проблема оценки бизнеса. Прежде всего, это вы-

звано тем, что многие менеджеры уделяют данному аспекту недостаточное внимание. Однако именно верная оценка бизнеса является определяющим фактором успеха сделок M&A. Потребность в оценке стоимости бизнеса возникает на разных этапах сделки слиянием и поглощениям. Необходимо четко представлять, насколько ценна поглощаемая компания, как с рыночной точки зрения, так и с точки зрения стоимости для инвестора (инвестиционной стоимости). Также необходимо выяснить стоимостной эффект от слияния – как соотносятся стоимость компаний до сделки со стоимостью образованной компании, насколько велик эффект «синергии», т.е. насколько велика стоимость, созданная сделкой.

M&A сделку сопровождает несколько оценочных этапов, служащих разным целям. Как известно, цели оценки подразумевают применение различных подходов и методов, придание разных весов значимости им. Как следствие, получаемые результаты оценки отличаются как по величине, так и по сфере применимости [1, с.57].

В наиболее общем случае оценочные работы в процессе слияний и поглощений можно разделить на предварительные и сопровождающие. В первом случае цель оценки выявление инвестиционной стоимости объекта, во втором – рыночной. Инвестиционная стоимость объекта оценки определяется, исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях. Если сравнивать оценочные этапы, то по степени сложности, без сомнений, на первый план выходит предварительный этап – оценка потенциального объекта M&A, синергического эффекта от реорганизации и рисков, ее сопровождающих. Немаловажным моментом для формирования благоприятной почвы предстоящего M&A является и прогноз будущей позиции продавца – расчет условий сделки, которые могут его удовлетворить. От того, насколько качественно будет проведен предварительный этап, зависит как само осуществление сделки, так и ее последствия. По некоторым данным, главная причина неудачных сделок по слиянию и поглощению кроется именно в некачественно или неквалифицированно осуществленной предварительной оценке.

При оценке слияний и поглощений ошибочна попытка определить стоимость интегрированного бизнеса целиком. Такой подход не позволяет составить объективного представления о будущих денежных потоках поглощаемой компании, что может привести как к завышению расчетных показателей в результате чересчур оптимистичного прогноза, так и к недооценке потенциала объекта поглощения. Наиболее объективную информацию обо всех аспектах сделки дает независимая оценка бизнеса, проведенная «по частям» в соответствии со следующим алгоритмом:

1. Оценка рыночной стоимости поглощаемого бизнеса как независимого.
2. Выявление и оценка каждого источника синергии.
3. Оценка затрат на интеграцию.
4. Расчет инвестиционной стоимости поглощаемого бизнеса.

Вне зависимости от целей оценки и ее объекта существуют три подхода к оценке стоимости в процессе слияний и поглощений:

- затратный,
- сравнительный,
- доходный.

Наиболее объективным и информативным в определении стоимости бизнеса при слияниях и поглощениях является доходный подход. Он одинаково хорошо применим для оценки как рыночной, так и инвестиционной стоимости и позволяет наиболее точно оценить синергию и затраты на интеграцию. В основе этого подхода лежит принцип ожидания: любой актив, приобретаемый с целью извлечения доходов, будет стоить ровно столько, сколько прибыли он принесет в будущем с учетом фактора времени. Для оценки слияний и поглощений чаще всего применяется метод дисконтирования денежного потока, заключающийся в определении стоимости объекта поглощения путем прогнозирования, моделирования и дисконтирования к текущей стоимости ожидаемых денежных потоков поглощаемой компании. После строится денежный поток и оценивается каждый из источников синергии. Никакой иной метод не позволяет столь детально оценить синергию.

Существуют также гибридные методы. Некоторые из них, например, метод опционов, в основе которого лежат и доходный, и затратный подходы, для оценки слияния и поглощения вполне адекватен [3, с.73-94].

Оценка слияний и поглощений – сложнейший дорогостоящий процесс, требующий от оценщиков высочайшего профессионализма. Некоторые крупные компании, стремясь сократить расходы, проводят расчеты силами своих финансовых департаментов. Безусловно, первичный анализ перспектив слияний и поглощений логично проводить собственными силами. Однако большинство руководителей согласны с тем, что по ряду причин для оценки сделок должны привлекаться независимые специалисты.

Во-первых, не всегда специалисты финансовых и экономических департаментов обладают всей полнотой знаний в области оценки, поскольку это совершенно самостоятельный вид профессиональной деятельности.

Во-вторых, мнение руководства компании (поддерживающего или, напротив, выступающего против совершения сделки) может повлиять на объективность внутренней оценки, что совершенно исключено в случае привлечения независимого оценщика.

В-третьих, отчет о независимой оценке бизнеса может потребоваться третьим сторонам (например, для получения кредита при недостатке финансирования реализации сделки, при ее страховании и т. д.).

В-четвертых, мнение независимого оценщика может оказаться весомым при переговорах по слиянию или присоединению. Очевидно, что для владельца поглощаемой компании суждение о стоимости его бизнеса независимого оценщика будет иметь больший вес, нежели суждение специалистов потенциального покупателя как представителей заинтересованной стороны.

Таким образом, мы видим крайнюю важность этапов подготовки и реализации сделки M&A, а именно структурирования процесса слияния и поглощения и выбор определенной методологии проведения сделки. Определение последовательности этапов, а также проведение предшествующей сделке правового анализа (due diligence), проводимого в рамках сделки M&A, способствуют исключению или значительной минимизации возможных негативных последствий сделки M&A. Поэтому видится необходимым отдельное рассмотрение Legal due Diligence. Как правило, объектами данных проверок являются юридическая, финансовая, маркетинговая, техническая и иные сферы деятельности проверяемой компании. Т.е. Due diligence можно разделить на несколько классов в зависимости от будущей сделки или операции: по финансированию, приобретению бизнеса, приватизации, участию в совместном предприятии, листинга на фондовой бирже и т.п.

Так, в Европе и Америке преобладают два типа исследований:

- Due diligence, проводимый в связи с намерением компании сделать публичную оферту в отношении ценных бумаг (IPO, SPO);
- Due diligence, проводимый потенциальным покупателем активов или акций компании.

В России целью Due diligence преимущественно является проведение правовых исследований (Legal due diligence), необходимых при подготовке к сделке (проведение переговоров, составление договора и т.д.). Legal Due diligence следует проводить перед подписанием каких-либо соглашений, а также перед предоставлением гарантий со своей стороны. В процессе Legal Due diligence могут быть выявлены риски, способные оказать влияние на структуру сделки. Поэтому своевременно выявленные риски перед совершением сделки помогут сторонам в процессе составления и заключения договора и снизят вероятность возникновения споров и разногласий в процессе проведения сделки.

Legal Due diligence включает в себя анализ существующих на момент проведения проверки обязательств исследуемой компании, проводимый на основании проверки документов данной компании и получения информации от руководителей и уполномоченных представителей компании.

В зависимости от потребностей каждого клиента (особенностей проекта) Due diligence может быть проведена как путем полной проверки деятельности или в рамках

какого-либо определенного участка работы компании-цели. Кроме того, если деятельность проверяемого юридического лица хорошо известна клиенту, клиентом может быть составлен список конкретных вопросов, нуждающихся в анализе.

Legal Due diligence состоит из подробного анализа всей или определенной части юридической деятельности проверяемой компании с целью выявления возможных правовых рисков и составления подробной информации о юридической деятельности компании для клиента [5, с.61].

Выявление возможных будущих рисков в деятельности проверяемой компании чаще всего связано с особенностями ее управления. Большая часть возможных рисков лежит также в поле финансовой деятельности проверяемой компании.

В процессе проведения правового Due diligence особое внимание уделяется следующим вопросам деятельности проверяемой компании:

- ответственности по имеющимся у компании обязательствам,
- наличию прав на недвижимое имущество,
- наличию разрешений и лицензий,
- соблюдению проверяемой компанией законодательства о труде,
- наличию споров и разногласий с третьими лицами, арестов имущества, участию в судебных процессах.

Отметим, что это лишь примерный план проведения Due diligence и его объекты могут варьироваться в зависимости от вида проверяемой компании.

Несмотря на то, что в каждом случае процедура Due diligence содержит свои особенности, проведение Diligence проходит в несколько основных этапов:

- встреча с уполномоченными представителями клиента для согласования договора на оказание услуг на проведение Due diligence, включая согласование задания на Due diligence;

- согласования состава лиц, участвующих в предстоящем Due diligence (среди них могут быть юристы, бухгалтеры, финансовые аналитики);

- встреча с уполномоченными представителями продавца бизнеса и (или) проверяемой компании с целью проведения переговоров и координации процедуры предстоящего Due diligence;

- запрос и получение информации о проверяемой компании;

- проведение Due diligence согласно заданию клиента;

- составление подробного отчета о результатах Due diligence в ракурсе проведения исследований, необходимых при совершении сделки по слиянию и поглощению.

Результаты исследований, проведенных специалистами в процессе Legal Due diligence, отражает отчет о проведении Due diligence, в который включена полная информация о правовых аспектах деятельности проверяемой компании. Отчет должен содержать не только общий обзор правовой информации о проверяемой компании, но и подробные сведения по вопросам, исследование которых требуется при совершении сделки. Помимо всего прочего, в отчет о проведении Legal Due diligence входит также информация о том, какие необходимые меры безопасности и гарантии, требующиеся при проведении сделки, и другие рекомендации клиенту.

Обычно в отчет о проведении Legal Due diligence включают следующие разделы:

- план исследования, необходимый клиенту;
- перечень, включающий исследуемую информацию, а также запрошенную, но не предоставленную информацию;

- перечень допущений в процессе проведения Legal Due diligence;

- возможные пределы ответственности при составлении отчета;

- раздел с кратким изложением исследованной информации, ответов на исследованные правовые вопросы, выводов и рекомендаций экспертов после анализа предоставленной информации;

- детальное описание и раскрытие вопросов согласно плану исследования.

Таким образом, мировой опыт оценки сделок M&A свидетельствует о важности механизмов анализа слияний и поглощений. Одной из серьезных проблем несостоятель-

ности сделок M&A является переоценка реально существующих возможностей, которые открывает слияния и поглощения и недооценка обязательств, возлагаемых сделкой на компании. Отсюда следует, что выгоднее доверить это независимым профессиональным в сфере правового аудита. В настоящее время в России уделяется пристальное внимание инвестиционным проектам и постоянно растет число фирм, занимающихся юридическими проверками. Многие из них уже имеют опыт проведения Due diligence (Legal due diligence) и правового сопровождения сделок, благодаря чему потенциальные инвесторы, обратившиеся к ним, принимают правильные решения о проведении выгодных инвестиционных проектов.

#### Литература

1. Бюллетень «Рынок слияний и поглощений» Информационное агентство АК&М, No.158, март 2011г., С.57
2. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний.//Менеджмент в России и за рубежом. 1999. – № 1.
3. Гончарова Э.А., Погодина В.В. Инвестиционный механизм слияния и поглощения предприятий корпоративного типа. СПб.: СПбГУЭФ, 2002.
4. Дак Джини Д. Монстр перемен: Причины успеха и провала организационных преобразований: Пер. с англ./Науч. Ред. А. Шакирова. М.: Альпина Паблишер, 2002.
5. Динз Г. К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
6. Кривошапов О. События, факты, комментарии: на рынке M&A//Слияния и поглощения. 2010. – №1-2.

## МЕТАЛЛУРГИЯ РОССИИ: АНАЛИЗ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

*Н.Ф. Сивцова  
г. Белгород, Россия*

Традиционно металлургия определяется как базовый и структурообразующий сектор отечественной промышленности. С одной стороны она является частью мирового металлургического комплекса, а с другой – наличие запасов природных ресурсов, производственных мощностей и исторически сложившийся высокий уровень потребления стали позволяют ей сохранять независимость и играть самостоятельную роль на рынке.

На сегодняшний день по производству стали Россия занимает 4-е место в мире (уступая Китаю, Японии и США), по производству стальных труб – 3 место в мире, по экспорту металлопродукции – 3 место в мире. По производству алюминия Россия занимает 2-ое место в мире (после Китая), его экспорту – 1-ое место; по производству и экспорту никеля – первое место в мире; по производству (отгрузкам) титанового проката – второе место.

В течение последних десятилетий роль металлургии в экономике страны значительно возросла. Об этом, в частности, свидетельствуют:

- объемы производимой продукции. Доля металлургической промышленности в ВВП составляет около 5 %, промышленном производстве порядка 18%, экспорте – 14 %;
- объемы налоговых поступлений. Доля металлургической промышленности в налоговых платежах во все уровни бюджетов составляет более 5%;
- объемы потребитель продукции и услуг субъектов естественных монополий. Металлургия использует от общепромышленного уровня 28,0 % электроэнергии, 5,4 % природного газа от общего потребления, ее доля в грузовых железнодорожных перевозках – 23 %.

Металлургия, в том виде, в котором она существует сегодня – бизнес, подчиняющийся законам циклического развития. Поэтому при описании и анализе этой деятельности необходимо учитывать основные ее стороны и структуру организации, рассматривая все стадии: от добычи и обогащения сырья до получения готовой продукции в виде черных и цветных металлов и их сплавов.