Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Кукушкин Павел Андреевич

ПРЕДЫНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ КОММЕРЧЕСКИХ ОРГАНИЗАЦИЙ В РАМКАХ ПРОЕКТОВ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика

ДИССЕРТАЦИЯ на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель

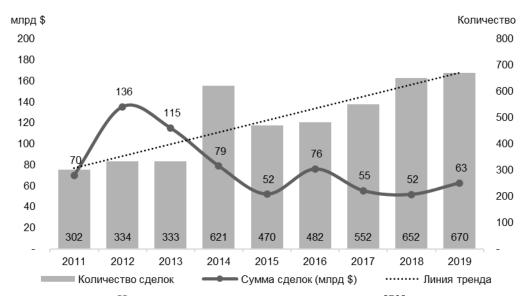
Бариленко Владимир Иванович, доктор экономических наук, профессор

Оглавление

Введение
Глава 1 Сущность и задачи предынвестиционного анализа в проектах слияний и
поглощений
1.1 Слияния и поглощения, их сущность и причины
1.2 Предынвестиционный анализ в проектах слияний и поглощений23
1.3 Обоснование стейкхолдерского подхода к осуществлению предынвестиционного
анализа в проектах слияний и поглощений
Глава 2 Развитие и стандартизация методики предынвестиционного анализа
коммерческих организаций в проектах слияний и поглощений
2.1 Информационное и правовое обеспечение предынвестиционного анализа44
2.2 Интеграция положений теории устойчивого развития в процедуры
предынвестиционного анализа56
2.3 Организационные этапы и процедуры проведения предынвестиционного
анализа
Глава 3 Прикладные аспекты предлагаемой методики проведения предынвестиционного
анализа
3.1 Предварительный анализ компании-цели слияния или поглощения91
3.2 Выявление ключевых заинтересованных сторон и их требований в отношении
проекта слияний и поглощений100
3.3 Детальное исследование данных учета компании-цели для анализа выполнения
требований ключевых стейкхолдеров
3.4 Формирование отчетности по результатам проведения предынвестиционного
анализа в проектах слияний и поглощений130
Заключение
Список литературы
Приложение А Проект стандартизированного соглашения о намерениях152
Приложение Б Долгосрочная задолженность Группы
Приложение В Профессиональный стандарт «Предынвестиционный аналитик»156
Приложение Г Проект отчета по результатам предынвестиционного анализа

Введение

Актуальность темы исследования. Рынок слияний и поглощений начинает занимать особое место в современной мировой и российской экономике, он активно растет и развивается, несмотря на экономическую и политическую нестабильность. Это объясняется тем, что в текущих условиях компании предпочитают объединять свои ресурсы для дальнейшего функционирования в рамках конкурентной рыночной экономики. Хотя суммовое выражение таких сделок в нашей стране уменьшается [72], как показано на рисунке 1, количество проектов по слияниям и поглощениям растет ежегодно [58].



Источник: составлено автором по материалам [72]. Рисунок 1 – Российский рынок М&А

Стоит выделить еще один важный аспект рынка слияний и поглощений – усиление консерватизма инвесторов, которые стараются минимизировать риски как в процессе проекта, так и после его окончания. В международной практике проведение предынвестиционного анализа (due diligence) в рамках проектов слияний и поглощений является сложившейся деловой практикой, в то время как в России данный вид услуг пока недостаточно развит и практически не регламентирован, что порождает различные риски для экономических субъектов, как непосредственно участвующих в проектах, так и косвенно в них вовлеченных. В настоящее время состав процедур, отчетность и методы, применяемые исполнителями предынвестиционного анализа, существенно различаются изза отсутствия регламентации, контроля и стандартизированной методики проведения этого вида деятельности. Из-за перечисленных факторов такой анализ, направленный на минимизацию рисков, не выполняет свою главную функцию, оказывая негативное воздействие на рынок слияний и поглощений в целом.

Учитывая вышесказанное, в связи с ростом интеграционной активности исследование проектов слияний и поглощений с позиций предынвестиционного анализа, как их ключевой составляющей, становится все более актуальным. Стоит отметить, что предынвестиционный анализ по своей сути является инструментом, позволяющим выявить и добиться удовлетворения требований различных участвующих в проекте слияний и поглощений сторон, что позволяет говорить о нем как о стратегически важном направлении как практической деятельности, так и научных исследований, сочетающем в себе элементы классического экономического анализа, бизнес-анализа и аудита бизнеса.

Степень разработанности темы исследования. Предынвестиционный анализ является малоизученным направлением экономической работы в современной отечественной литературе. Различные авторы затрагивали данный аспект слияний и поглощений в своих исследованиях, но проблемы определения его роли, сущности, принципов организации и методики остаются недостаточно разработанными.

Вопросами слияний и поглощений занимались многие известные зарубежные авторы: М. Бомер, П.А. Гохан, А. Дамодаран, Д. Депамфилис, Д. Рэнкин, Г. Стедмен, У. Шарп и другие, а также российские ученые: А.А. Глушецкий, Е.Н. Григорьева, Е.Ю. Колова, Н.Е. Лебедева, А.Д. Радыгин, М.С. Смирнов, В.Е. Соболева, В.А. Тарасова, М.А. Эскиндаров и другие.

Данные исследования включают рассмотрение различных аспектов осуществления инвестиционной деятельности, в том числе: мотивы слияний и поглощений, теоретические и методические вопросы анализа капиталовложений, методы оценки рисков и прочие. Однако вопросы организации и методики предынвестиционного анализа (или дью-дилидженса) лишь кратко упоминаются этими учеными.

Существенный вклад в разработку проблематики предынвестиционного анализа в отечественной науке внесли: И.В. Антонова, Н.А. Антонова, В.И. Бариленко, С.М. Бычкова, С.В. Гвардин, Д.А Ендовицкий, Ю.В. Игнашевич, О.Г. Карпович, В.В. Керимов, В.В. Ковалев, А.Д. Радыгин, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова, Ю.В. Трунцевский, И.В. Фролов, И.Н. Чекун, Д.А. Челышев, Н.А. Шмелева, Р.М. Энтов и другие. В данных работах рассмотрен широкий круг вопросов, затрагивающих предмет и метод предынвестиционного анализа, его основные отличия аудита, виды предынвестиционного анализа. Однако, указанные исследователи в своих работах не ставили целью разработку целостной методики проведения предынвестиционного анализа как аналитического инструмента минимизации рисков в проектах слияний и поглощений.

По результатам изучения отечественной и зарубежной научной литературы были выделены недостаточно разработанные аспекты предынвестиционного анализа:

- отсутствие стандартизированной методики предынвестиционного анализа.
 Учитывая значительную экономическую и социальную роль проектов слияний и поглощений, необходимость разработки универсальной методики становится очевидной для снижения возможностей негативного влияния реализации таких проектов на различные заинтересованные стороны;
- отсутствие четкого определения предынвестиционного анализа как самостоятельного вида экономической работы, а также недостаточность критериев отличия этого вида деятельности от аудита;
- отсутствие предложений по стандартизации предынвестиционного анализа как вида профессиональной деятельности;
- недостаточность использования в рамках предынвестиционного анализа принципов и перспективных возможностей бизнес-анализа;
- в работах, посвященных предынвестиционному анализу, не нашли достойного отражения задачи обеспечения устойчивого развития.

Исследованию указанных тем посвящены отдельные части диссертации.

Цель и задачи исследования. Целью исследования является разработка стандартизированных методических положений по проведению предынвестиционного анализа в рамках проектов слияний и поглощений с использованием принципов бизнесанализа. Для достижения поставленной цели диссертационного исследования необходимо решить следующие задачи:

- провести анализ экономической сущности и причин слияний и поглощений в современном бизнесе;
- определить место предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений;
 - охарактеризовать сущность, роль и задачи предынвестиционного анализа;
- обосновать задачи методического обеспечения предынвестиционного анализа;
- разработать требования к информационному и правовому обеспечению предынвестиционного анализа;
 - охарактеризовать различные виды предынвестиционного анализа;
- обосновать значимость и определить конкретные процедуры предынвестиционного анализа устойчивого развития;
- выявить ключевые проблемы организации предынвестиционного анализа в
 России и предложить меры по их устранению;

- разработать методику выявления ключевых заинтересованных сторон и их требований в отношении проектов слияний и поглощений как основу для проведения предынвестиционного анализа и обоснования приоритизации требований ключевых стейкхолдеров в рамках проекта;
- разработать этапы, процедуры и порядок проведения предынвестиционного анализа.

Объект исследования. Объектом исследования являются аналитические процессы, осуществляемые в рамках проектов слияний и поглощений в рыночной экономике.

Предмет исследования. Предметом исследования является методическое обеспечение предынвестиционного анализа.

Методология и методы исследования. Теоретико-методологическую основу исследования составили труды отечественных и зарубежных экономистов по инвестиционному и предынвестиционному анализу, рынкам слияний и поглощений, управлению проектной деятельностью, теории заинтересованных сторон, бизнес-анализу и устойчивому развитию. В работе применялись общенаучные методы познания: анализ и синтез, метод индукции и абстрагирования, метод восхождения от абстрактного к конкретному, группировки и классификации, экономико-математическое моделирование. Сочетание методологии бизнес-анализа и классической школы due diligence, а также обобщение отечественного и зарубежного практического опыта в области предынвестиционного анализа позволили комплексно изучить объект исследования и обеспечить обоснованность предлагаемых рекомендаций.

Научная новизна. Научная новизна исследования заключается в теоретическом обосновании и разработке комплекса рекомендаций по организации и методике проведения предынвестиционного анализа коммерческих организаций в проектах слияний и поглощений с учетом требований их заинтересованных сторон, позволяющих предотвратить негативные последствия реорганизации бизнеса.

Положения, выносимые на защиту:

– уточнено определение предынвестиционного анализа как специфического вида консалтинговых услуг. В настоящее время в отечественной литературе не существует единого определения предынвестиционного анализа, что приводит к сближению терминов «аудит» и «предынвестиционный анализ», хотя суть и задачи этих направлений профессиональной деятельности существенно различаются. Предынвестиционный анализ определен как всестороннее комплексное исследование деятельности организации-цели, осуществляемое квалифицированными специалистами и направленное на создание

объективного и достоверного представления о бизнесе у инвесторов, включающее выявление и описание ключевых заинтересованных сторон, финансовых и нефинансовых рисков, способствующее минимизации рисков при принятии инвестиционных решений (С. 23-29);

- предложена классификация заинтересованных сторон и их требований в проектах слияний и поглощений, которая позволяет выделять приоритетные направления предынвестиционных исследований (С. 37-42);
- обосновано предложение о создании комплексной услуги «предынвестиционный анализ устойчивого развития», до настоящего времени не предлагаемой на рынке консалтинговых услуг. Предынвестиционный анализ впервые рассматривается как инструмент анализа долгосрочной устойчивости бизнеса через исследование социальных, экологических и экономических показателей, позволяющее оценивать перспективы развития бизнеса и соответствие его фактического состояния желаемому стейкхолдерами. Данная услуга позволит удовлетворять потребности инвесторов, ориентированных на долгосрочные вложения средств в реальный сектор экономики (С. 56-65);
- для решения многих проблем практического осуществления отечественного предынвестиционного анализа разработан проект профессионального стандарта «Предынвестиционный аналитик», который направлен на регламентацию трудовых функций подобных специалистов и повышение качества выполняемых ими процедур через предъявление требований к профессиональным участникам рынка консультационных услуг (С. 65-69; 156-182);
- разработана методика проведения предынвестиционного анализа с применением принципов бизнес-анализа и учетом требований заинтересованных сторон как важнейших драйверов проектов слияний и поглощений, ранее не выделяемых в качестве ключевых аспектов предынвестиционных исследований (С. 69-133; 183-197).

Теоретическая и практическая значимость работы. Предложенное методическое обеспечение предынвестиционного анализа позволяет на практике определять основные направления исследования компании-цели в рамках проектов слияний и поглощений, выявлять риски, присущие компании-цели, которые будут перенесены на инвестора по окончании проекта слияний и поглощений, и заблаговременно вырабатывать меры по их минимизации.

Теоретическая значимость исследования состоит в создании методического обеспечения предынвестиционного анализа на базе современных инструментов экономического анализа. Применение принципов бизнес-анализа в рамках аналитического

обеспечения проектной деятельности по слияниям и поглощениям не рассматривалось ранее, что открывает широкие возможности для будущих исследований проблем анализа выполнения требований различных заинтересованных сторон сделок слияний и поглощений в контексте снижения рисков и создания условий устойчивого развития.

Практическое применение предложенного аналитического инструментария позволяет унифицировать и систематизировать экономически и социально важные результаты предпроектной деятельности, позволяя оценивать возможности устойчивого развития организации-цели. Внедрение разработанной методики и предложенных стандартов в деятельность аудиторско-консалтинговых организаций позволит создать новый профессиональный институт предынвестиционных аналитиков, которые будут специализироваться на сопровождении сделок слияний и поглощений.

Область исследования. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с Паспортом научной специальности 08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика, п. 2.3. «Развитие методологии комплекса методов оценки, анализа, прогнозирования экономической деятельности», п. 2.5. «Регулирование и стандартизация правил ведения экономического анализа».

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность полученных результатов исследования подтверждается их использованием на практике, соответствием законодательным и нормативным актам Российской Федерации, а также аргументацией на основании работ отечественных и зарубежных ученых в области предынвестиционного анализа и бизнес-анализа.

Основные положения и результаты проведенного диссертационного исследования Молодежной международной научно-практической докладывались автором на конференции, посвященной памяти С.Б. Барнгольц «Стандартизация учетно-контрольных и аналитических процессов» (Москва, Финансовый университет, 13-14 декабря 2017 г.); на Всероссийской научно-практической конференции «Современные концепции науки будущего» (г. Саратов, Центр профессионального менеджмента «Академия Бизнеса», 16-23 апреля 2019 г.); на XX Международной научно-практической конференции «Advances in Science and Technology» (Москва, Научно-издательский «Актуальность РФ», 30 апреля 2019 г.); на XI международной научно-практической конференции «Декабрьские чтения памяти С.Б. Барнгольц» на тему «Развитие контрольных и аналитических процессов для стратегического управления бизнесом» (Москва, Финансовый университет, 13 декабря 2019 г.).

Материалы диссертации применяются в практической деятельности Отдела финансовых консультационных услуг международной аудиторско-консалтинговой фирмы

АО «Мазар», в частности используется методика проведения предынвестиционного анализа на основе принципов бизнес-анализа и учета требований заинтересованных сторон. Выводы и основные положения диссертации позволяют повысить эффективность взаимодействия участников проектов слияний и поглощений, а также способствуют систематизации и приоритизации финансовых и нефинансовых рисков в процессе предынвестиционного анализа.

Материалы диссертации внедрены в учебный процесс и используются Департаментом учета, анализа и аудита Финансового университета при Правительстве Российской Федерации в рамках преподавания учебной дисциплины «Методология бизнес-анализа».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликовано 7 научных работ авторским объемом 4,44 п.л., в том числе 5 работ авторским объемом 4,11 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Объем и структура исследования. Диссертация включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы, состоящий из 119 наименований, 4 приложения. Работа изложена на 197 страницах, содержит 46 таблиц, 37 рисунков.

Глава 1 Сущность и задачи предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений

1.1 Слияния и поглощения, их сущность и причины

Слияния и поглощения организаций являются относительно новым феноменом для российской экономики, крайне динамично развивающимся в современных условиях. В различных секторах экономики можно увидеть выраженные тренды консолидации бизнеса [72], возникающие из-за трудностей, с которыми сталкивается малый и средний бизнес. Компаниям, объединяющим усилия, легче вести свою деятельность в условиях современной высококонкурентной рыночной экономики. Важность процессов консолидации бизнеса делает исследование проблем аналитического обеспечения решений по осуществлению сделок слияний и поглощений крайне актуальным предметом изучения. Предынвестиционный анализ – это неотъемлемый и важнейший элемент всего процесса слияний и поглощений, а неразвитость рынка слияний и поглощений в России обеспечения обуславливает недостаточность методического аналитического сопровождения сделок на этом рынке и подчеркивает необходимость создания унифицированного аналитического инструментария предынвестиционного анализа.

Сущность слияний и поглощений

Для разработки комплексного системного подхода к пониманию сущности и задач предынвестиционного анализа следует рассмотреть термины «слияние» и «поглощение». Эти широко известные понятия будут раскрыты с новой точки зрения - через исследование процесса слияний и поглощений на основе предынвестиционного анализа с применением теории стейкхолдеров или заинтересованных сторон. Такой подход будет способствовать развитию анализа на основе всестороннего исследования ключевых участников проектов слияний и поглощений, их мотивов и требований. Однако, вначале следует систематизировать понятийный аппарат проектов слияний и поглощений, а также рассмотреть термин «предынвестиционный анализ».

На протяжении длительного периода времени термины «слияние» и «поглощение» не были широко распространены в российской экономической и юридической научной литературе. В современном российском законодательстве слияния и поглощения трактуются как вид реорганизации юридических лиц. В ст. 57 Гражданского кодекса РФ «Реорганизация юридического лица» упоминаются следующие виды реорганизации: слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование. Существующие различия в данных видах реорганизации заключаются в последующем правопреемстве, описанном в статье 58 ГК РФ, как показано в таблице 1.

Таблица 1 – Правопреемство при реорганизации юридических лиц

Вид реорганизации	Правопреемник
Слияние	Вновь возникшее юридическое лицо
Присоединение	Присоединяющее юридическое лицо
Разделение	Вновь возникшие юридические лица
Выделение	Вновь возникшие юридические лица
Преобразование	Юридическое лицо в новой юридической форме

Источник: составлено автором по материалам [5].

Разделение предполагает образование нескольких юридических лиц при ликвидации первоначальной организации. Выделение подразумевает создание нового юридического лица и передачу части прав изначальной организации при продолжении ее функционирования. Преобразование предполагает переход юридического лица в другую организационно-правовую форму. Таким образом, данные виды реорганизации не могут считаться слияниями и поглощениями, и в рамках данной работы будут рассмотрены только первые два вида реорганизации.

В ГК РФ не приводится трактовки данных видов реорганизации, однако Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» содержит в себе определения «слияния» [12]. В статье № 52 «Слияние обществ» приводится следующее определение: «Слиянием обществ признается создание нового общества с передачей ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ и прекращением последних». Таким образом, при слиянии организаций создается новое юридическое лицо, которое получает все активы и обязательства обществ, которые участвовали в слиянии. Общества, участвующие в слиянии, заключают договор о слиянии, в котором определяют сроки, порядок и условия слияния, доли участия каждого изначального юридического лица в новом обществе и другие условия. По итогам слияния юридические лица, инициирующие слияние, ликвидируются, в то время как новообразованное юридическое лицо начинает свое функционирование. В зарубежной практике такого рода действие называют «слияние равных» [46], так как обычно слияние проводят сопоставимые по размеру компании.

Другим видом реорганизации является присоединение. Статья № 53 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» [12] указывает, что присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу. В данном случае, в отличие от слияния, одно из юридических лиц, участвующих в слиянии (правопреемник), продолжает свою деятельность, в то время как прочие юридические лица ликвидируются. Согласно

статье № 51 того же закона, при реорганизации общества в форме присоединения к нему другого общества, первое из них считается реорганизованным с момента внесения в единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединенного общества [12].

В Гражданском кодексе определение термина «поглощение» отсутствует. Трактовку понятия поглощения в настоящее время можно найти только в единственном законодательном акте - в указе Президента Российской Федерации № 1392 от 16.11.1992 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» п. 5.1. «Поглощением одного предприятия другим признается приобретение последним контрольного пакета акций первого» [19]. В этом и есть отличие от присоединения, когда поглощаемая компания остается, не ликвидируется. Происходит только смена контролирующей стороны.

К сожалению, авторы как в российской, так и в международной экономической литературе не пришли к единому определению слияний и поглощений, трактовки терминов сильно отличаются [47]. Более того, часть определений противоречит друг другу, а иностранные авторы вводят дополнительный термин «консолидация» для описания слияний и поглощений. Более подробно основные определения описаны в таблицах 2 и 3, где также даны наиболее близкие термины из российского законодательства для того, чтобы более явно выявить отличия между определениями.

Таблица 2 — Определение терминов «слияние», «поглощение» и «консолидация» в трактовках зарубежных авторов и их аналоги в законодательстве РФ

Зарубежные	Авторские определения терминов (в скобках – термин, законодательства РФ, сопоставляемый с определением автора)		
авторы	Слияние	Поглощение	Консолидация
1	2	3	4
П.А. Гохан	Объединение двух корпораций, в котором выживает только одна из них, а другая прекращает свое существование (присоединение)	Термин более неопределенный и иногда относится только к враждебным сделкам (-)	Две или более компаний объединяются, чтобы образовать совершенно новую компанию (слияние)
С.Ф. Рид	Слияние происходит, когда одна корпорация соединяется с другой и растворяется в ней (присоединение)	Общий термин, используемый для описания передачи собственности (реорганизация)	Акции двух компаний конвертируются в акции новой создаваемой компании (-)
С. Брэгг	Объединение двух компаний в единое целое (слияние)	Процесс приобретения покупателем всех или части активов продающей стороны или ее бизнеса, когда обе стороны сделки активно способствуют ее совершению (приобретение имущественного комплекса, ГК РФ ст. 132)	

Продолжение таблицы 2

1	2	3	4
Д. Депамфилис	Объединение двух или	Получение	Объединения двух или более
	более организаций, в	контроля над	компании для создания новой
	процессе которого все	другой	организации. Все юридические
	участники кроме одного	организацией	лица, которые консолидируются,
	перестают юридически	(поглощение)	ликвидируются в процессе
	существовать		образования новой организации
	(присоединение)		(слияние)
А. Дамадаран	Целевая компания	Предложение о	Объединение целевой и
	становится частью	покупке акций	приобретающей компании с целю
	приобретающей компании	(поглощение)	образования новой компании
	(присоединение)		(слияние)

Источник: составлено автором по материалам [5; 40; 42; 44; 45; 58].

Таблица 3 – Определение терминов «слияние», «поглощение» в трактовках отечественных авторов

Отечественные	Авторские определения терминов			
авторы	Слияние	Поглощение		
С.В. Гвардин, И.Н. Чекун	Появление новой компании, которая берет под свой контроль и управление все активы и обязательства компаний участниц, последние прекращают существовать	Одна компания получает контроль над другой компанией, чаще всего посредством покупки компании-цели		
А.Д. Радыгин, Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова, Р.М. Энтов	Финансовая сделка, в результате которой происходит объединение двух компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний, сохранением состава собственников и их прав	Переход прав собственности на корпорацию, сопровождающийся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики		
Ю.В. Игнатишин	Процесс реорганизации, в результате которого на базе объединяющихся компаний образуется новая	Процесс приобретения прав корпоративного контроля в одностороннем порядке и в рамках существующих организационноправовых форм		
Д.А. Ендовицкий	Сделка, в результате которой происходит объединение двух или более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний и сохранением состава собственников	Сделка, при которой в результате покупки контрольного пакета акций происходит переход права собственности на компанию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной компании и изменением ее финансовой и производственной политики		

Источник: составлено автором по материалам [41; 47; 49; 60].

После изучения и систематизации различных определений слияний и поглощений становится очевидным, что исследователи при изучении слияний и поглощений часто использовали разный понятийный аппарат для описания одних и тех же явлений. В целях разработки универсальной методики предынвестиционного анализа необходимо его конкретизировать и привести его в максимально возможное соответствие действующему законодательству, поскольку создание единой методики невозможно без четко установленной терминологии. Введение унифицированных терминов, определений,

условных обозначений и сокращений существенно облегчает коммуникацию с заинтересованными сторонами, ускоряет проведение аналитических процедур и ознакомление с их результатом [93].

В данной работе под слиянием будет пониматься (согласно ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью») создание нового общества в интересах ключевых заинтересованных сторон с передачей ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ и прекращением существования последних.

Под поглощением в рамках данной работы будет пониматься ситуация, когда одна организация получает контроль над другой (согласно указу Президента Российской Федерации № 1392), при этом организация-цель может как продолжить свое функционирование как отдельное юридическое лицо, так и может быть ликвидировано после проведения сделки, в зависимости от требований ключевых заинтересованных сторон. Таким образом, в данном определении объединяются понятия «поглощение», «присоединение», а также «консолидация» (создание групп консолидированных предприятий), существующие в российском законодательстве.

Значение этих терминов в рамках предынвестиционного анализа крайне велико, так как помогает определить направления анализа и круг заинтересованных сторон. При поглощении основным объектом исследования будет компания-цель (или поглощаемая компания). При слиянии предынвестиционный анализ будет проводится сразу в нескольких направлениях, так как одновременно две (или более) стороны намерены получить информацию о других участниках проекта. Таким образом, понимание сути слияний и поглощений, а таже установление единой терминологии, является неотъемлемой частью методического обеспечения предынвестиционного анализа.

Мотивы слияний и поглощений

Определившись с сущностью слияний и поглощений, следует перейти к причинам их осуществления. Эта часть исследования является крайне существенной, поскольку позволяет изучить мотивы заинтересованных сторон для участия в проекте слияний и поглощений. В рамках предынвестиционного анализа исследование мотивов проекта позволяет выявить и ранжировать требования ключевых стейкхолдеров, поскольку мотивы проведения проекта и ключевые требования инициатора предынвестиционного анализа в отношении проекта часто совпадают. Выявление причин проведения предынвестиционного анализа позволяет направить основные усилия на изучение тех аспектов деятельности, которые являются ключевыми для основных стейкхолдеров проекта.

Как и в отношении терминологии слияний и поглощений, единой классификации причин их осуществления до настоящего времени выработано не было, поскольку каждый

автор приводит свои мотивы слияний и поглощений. Следует особо отметить работы зарубежных ученых С. Брегга [40] и П. А. Гохана [42], и отечественных исследователей Д.А. Ендовицкого [47] и М.А. Эскиндарова [64], в которых приводятся во многом схожие классификации мотивов слияний и поглощений. В данной работе приведены наиболее важные, по мнению автора, мотивы слияний и поглощений: расширение компании, получение контроля над активами, диверсификация, защита от враждебных поглощений, вертикальная интеграция, оптимизация деятельности и налогообложения, а также специфические мотивы. Указанные причины будут рассматриваться не только с теоретической точки зрения, но с увязкой с конкретными финансовыми и нефинансовыми требованиями ключевых заинтересованных сторон, которые можно представить в количественном выражении и сопоставить с реальными или предполагаемыми условиями сделки по слиянию и поглощению, что позволит говорить об элементах научной новизны в рамках этого хорошо изученного направления исследований.

Расширение компании (горизонтальная интеграция)

Одним из основных мотивов слияний и поглощений следует рассматривать желание организаций или ее собственников расширить сферу своего влияния. Быстрый органический рост не всегда возможен внутри одной отрасли, особенно если она является медленно развивающейся, в связи с чем компании вынуждены прибегать к слияниям и поглощениям как альтернативе внутреннего развития. В такой ситуации поглощение или слияние с организацией конкурентом в целях увеличения доли существующего рынка [40], а также выход на рынки других географических регионов являются вполне возможными вариантами. Конкретными требованиями заинтересованных сторон в таком случае будут являться планируемый уровень финансовых результатов, количество и размер постоянных клиентов, наличие и количество филиалов компании в разных регионах, в том числе возможности выхода на международные рынки.

К мотиву расширения компании также относится желание демонстрации роста руководством организации [42], в рамках которого управляющие для достижения своих личных целей используют слияния и поглощения создавая видимость развития компании. Обычно, чем больше размер компании, тем значительнее заработная плата и бонусы, которые получают управляющие. В связи с этим, менеджеры становятся лично заинтересованными в быстром увеличении доли рынка, что является невозможным при обычном гармоническом росте. Слияния и поглощения позволяют в краткосрочном периоде значительно увеличить выручку организации и создать видимость значительного роста перед собственниками, что будет способствовать большему вознаграждению

управляющих. Подобные требования заинтересованных сторон можно лишь косвенно проанализировать через размер вознаграждения управляющего персонала, однако, желание демонстрации роста может совпадать с требованиями ключевых стейкхолдеров в отношении деятельности компании, в связи с чем выполнение ключевых показателей, например, по выручке, будет являться условием продления контракта с руководством.

Получение контроля над активами

Важным мотивом слияний и поглощений исследователи выделяют получение контроля над активами [40]. Для многих компаний покупка всего бизнеса сразу может быть более выгодной, чем приобретение новых активов, не только по затрачиваемому времени, но по объему инвестируемых средств. Приобретение нового оборудования по рыночной стоимости может быть значительно более дорогим, нежели покупка работающего производства. Особенно сильно это заметно в отношении импортного оборудования, так как из-за изменения курсов валют в 2015 году закупочная стоимость иностранного оборудования для российских производителей сильно выросла. Некоторые компании имеют налаженную сеть поставок импортного оборудования и запасных частей, благодаря чему могут постоянно обновлять используемые производственные мощности, поддерживая оборудование в отличном состоянии, что позволяет не тратить средства на закупку нового дорогостоящего оборудования заграницей. Таким образом, компании используют слияния и поглощения приобретая не только производственные мощности, но и отлаженные деловые связи для своего функционирования.

Отдельным мотивом может быть желание получить контроль над активами для последующей их продажи и извлечения таким образом прибыли от сделки [47]. Это вполне реально, если организация недооценивает стоимость своих активов, а их балансовая стоимость ниже рыночной. Это явление типично для российской экономики, где присутствуют совершенно разные представления о реальной стоимости тех или иных активов, что позволяет получать значительную прибыль от их последующей перепродажи [57].

Для основных средств процесс закупки и наладки оборудования часто является длительным, проходит существенное время между началом функционирования организации и запуском производства. Таким образом, некоторые компании используют слияния и поглощения в качестве приобретения уже функционирующего производства, что позволяет пропустить период наладки оборудования и сразу перейти к стадии эксплуатации и получения прибыли. Аналогично основным средствам, существенные инвестиции часто предшествуют получению контроля над нематериальными активами (лицензиями,

патентами, результатами НИОКР и пр.), которыми обладает компания-цель, слияния и поглощения являются одним из альтернативных способов минимизации издержек, так как вместо длительного процесса разработки и тестирования НМА организация получает в свое распоряжение готовый продукт. Более того, некоторые лицензируемые виды деятельности, например, добыча полезных ископаемых, могут осуществляться компаниями, не имеющими лицензий, но после проведения слияний и поглощений с компаниями, их получившими [9].

В качестве требований ключевых заинтересованных сторон при реализации мотива получения контроля над активами будет являться их фактическое наличие, состояние (уровень износа), а также исторический уровень вложений в активы. Проверка наличия нематериальных активов означает, прежде всего, проверку наличия правоустанавливающих документов, предоставляющих юридическому ЛИЦУ исключительные права на соответствующие объекты интеллектуальной собственности [88]. Следует отметить, что конкретизация и измерение потребности в расширении контроля над активами — непременная часть предынвестиционного анализа, однако аналитик может выразить свое мнение только в отношении зависимости финансовых результатов от использования тех или иных активов, целесообразности включения их в периметр сделки, практически никогда – об обоснованности поглощения тех или иных активов, так как не обладает достаточными специфическими знаниями для этого. В рамках предынвестиционного анализа должны быть привлечены технические специалисты, которые могут выразить профессиональное суждение о внеоборотных активах, так как обычно их состав характеризуются отраслевой спецификой компании, в связи с чем предынвестиционный аналитик часто не может оценить их реальную значимость и возможность использования после сделки. В требования ключевых заинтересованных сторон могут входить права собственности на те или иные активы, которые могут как переходить к инвестору, так и оставаться у продавца бизнеса, если их покупка является нецелесообразной, что позволит исключить их из периметра сделки и снизить ее стоимость.

Диверсификация

В контексте данного исследования под диверсификацией будем понимать процесс распределения средств между различными объектами вложений капитала, риски и доходность которых непосредственно не связаны между собой [54]. Диверсификация как мотив слияний и поглощений может быть представлена в одной из следующих форм: географическая, сезонная, отраслевая, продуктовая и прочие виды диверсификации.

Географическая диверсификация позволяет организациям расширить свое влияние на различные географические зоны. Это позволяет снизить большое количество рисков, присущих ведению бизнеса в одном регионе. Если организация полностью удовлетворяет спрос потребителей на товары или услуги, которые она производит, в своем регионе, но при этом производственные мощности значительно выше необходимых в данном регионе, то географическая диверсификация позволяет получать значительно более высокие доходы через реализацию избыточного количества продукции на внешних рынках. Одним из способов является заключение контрактов с локальными организациями, которые будут заниматься реализацией продукции через налаженные каналы продаж. Однако, некоторые ученые утверждают, что многонациональные корпорации выбирают трансграничные слияния для создания внутренних подразделений в других странах вместо международного сотрудничества, чтобы избежать недостатков работы через иностранную фирму [115]. Слияния и поглощения позволяют начать деятельность в другом географическом регионе на базе уже существующей организации с собственной клиентской базой, персоналом и активами вместо того, чтобы инвестировать дополнительные средства в создание юридического лица с нуля или платить комиссионное вознаграждение иностранной организации, не имея прямого контакта с клиентами. В то же время, поглощаемая организация получает в свое распоряжение производственные мощности, дополнительные финансы (при условии, что текущий собственник бизнеса не покидает организацию после окончания сделки) и географическую мобильность персонала.

Как уже было сказано ранее, разработка НМА может являться длительным процессом и требовать существенных затрат. Фирмы с высоким уровнем нематериальных активов или интенсивными исследованиями и разработками являются потенциальными кандидатами для трансграничных слияний, поскольку многим компаниям необходимо распределять высокие постоянные затраты на НИОКР и получение информационных ресурсов на крупные внешние рынки [115].

Организация, инициирующая процесс слияний или поглощений, может находится под влиянием значительно сезонности, что крайне негативно сказывается на ее деятельности. Часть авторов выделяет сезонность как один из часто встречающихся недостатков семейного бизнеса [58]. Покупка компании вне своей отрасли позволяет сгладить бизнес-циклы организации и получать существенно более стабильные финансовые результаты в течение года [40]. Кроме того, приобретение компаний в других отраслях существенно снижает риски организации, так как позволяет выпускать различную продукцию, через слияния и поглощения организация может войти в отрасли, более прибыльную, чем та, в которой она работает [42].

К требованиям инициаторов сделок по слияниям и поглощениям по мотивам диверсификации можно отнести географическое представление компании (наличие филиалов в разных зонах), размер и структуру доходов и расходов по видам деятельности или продуктам, прочие показатели, характеризующие деятельность в различных отраслях, которые могут привести к росту выручки компании. Для нивелирования сезонности требования инвестора могут касаться динамики чистого оборотного капитала и занятости сотрудников, которые должны быть отличны от соответствующей динамики поглощающей компании, чтобы нейтрализовать сезонность деятельности инвестора.

Вертикальная интеграция

Вертикальная интеграция видов экономической деятельности возникает в том случае, если различные стадии производства осуществляются одной и той же организацией последовательно и, если выпускаемая на одной стадии продукция служит фактором производства на следующей стадии [24]. Многие организации осуществляют слияния и поглощения с поставщиками сырья и материалов, или со своими дистрибьюторами. Это связано в первую очередь с экономическими выгодами, которые организация получает от сделки [101] - уменьшение стоимости ресурсов и неопределенности в поставках, в том числе на условиях «точно в срок» для снижения стоимости хранения [42] товаров. Именно определение размера таких выгод будет являться ключевым требованием инвестора, поскольку анализ уровней реальной себестоимости товаров или услуг, участвующих в производственном цикле, позволит инвестору оценить будущие денежные потоки и целесообразность проведения сделки. Затраты на проведение сделки слияний и поглощений в целях вертикальной интеграции должны быть обоснованы через снижение расходов инициатора, роль предынвестиционного анализа в таком проекте слияний и поглощений будет сводиться к анализу объемов и себестоимости производства, что позволит определить потенциальную финансовую отдачу от сделки.

Кроме этого, можно выделить вертикальную интеграцию государственных компаний, которая часто не является экономически обоснованной, а направлена на обеспечение обороноспособности, создание оптимальных условий для социальной и политической стабильности страны. Ярким примером такой интеграции может служить ПАО «АВТОВАЗ», поддерживаемое государством для обеспечения занятости одного из регионов России, и имеющий в своей структуре почти все необходимые подразделения для обеспечения своей деятельности. Если инициатором проекта по слиянию и поглощению является государственная компания, то требования ключевых заинтересованных сторон

будут носить чаще всего нефинансовый характер, а именно будут направлены на экологический и социальный аспекты деятельности.

Оптимизация налогообложения

В рамках рассмотрения мотивов слияний и поглощений не следует упускать из виду налоговые льготы. Существенная часть слияний и поглощений на мировом уровне осуществляется для оптимизации налоговой базы, и Российская Федерация также не является исключением. Для снижения уплачиваемых налогов нередко рассматривается слияние или поглощения компании, находящейся в другой юрисдикции с благоприятным налоговым режимом. В этом случае прибегают к оптимизации налогов с использованием офшорных компаний, с получением льгот при выплатах процентов и дивидендов, а также с трансфертным ценообразованием [75; 109]. Стоит отметить, что с 2011 года борьба с офшоризацией российской экономики объявлена важным приоритетом национальной политики, однако существенных изменений с того времени так и не произошло [97]. На практике контрольные пакеты большинства крупных российских компаний принадлежат офшорным холдингам, что подтверждает выдвинутый тезис об оптимизации налогового бремени, как одном из основных мотивов слияний и поглощений.

Слияния и поглощения могут использоваться для создания условий оптимизации налогообложения бизнеса. Более подробный анализ представлен в таблице 4.

Таблица 4 – Варианты налоговой оптимизации в проектах слияний и поглощений

Вариант налоговой оптимизации	Описание получаемых выгод
Организация поглощает убыточную организацию	Поглощающая организация получает возможность уменьшить налоговую базу налога на прибыль на сумму убытков поглощаемой организации (п. 5 ст. 283)
Организация поглощает компанию-цель с существенной суммой НДС к возмещению	Правопреемник (поглощающая компания) получает возможность уменьшить НДС на сумму налога, подлежащего возмещению у присоединенной компании (п. 6 ст. 171)
Перемещение организации в другую налоговую юрисдикцию	Перемещение основной деятельности в регион с льготным налоговым режимом позволяет организации существенно уменьшить налоговые расходы (п 1.2 ст. 284)
Присоединение организации к консолидированной группе налогоплательщиков	Отсутствие контроля за трансфертным ценообразованием позволяет перераспределить налоговую нагрузку в другие налоговые юрисдикции (ст. 25.1-25.5)

Источник: составлено автором по материалам [4; 7].

Снижение налоговой базы может быть осуществлено через слияния и поглощения и без использования офшоров. В настоящее время существует несколько категорий юридических лиц, которым предоставляются экономические льготы на территории России:

- организации, являющиеся резидентами особых экономических зон, могут воспользоваться льготами по налогу на прибыль и применять ставку 0 процентов к

налоговой базе при расчете той части налога, которая подлежит уплате в федеральный бюджет [7, ст. 284 п. 1.2]. Аналогично, участники свободных экономических зон могут пользоваться льготной ставкой (0%) при уплате налога на прибыль в федеральный бюджет в течение 10 налоговых периодов с даты получения дохода от продажи товаров по договору о деятельности в СЭЗ [7, ст. 284 п. 1.7]. Субъекты Федерации дополнительно могут устанавливать пониженную ставку для таких предприятий по уплате налога в местный бюджет (не ниже 13,5%);

- для организаций, участвующих в инвестпроектах регионов, предусмотрена льгота по налогу на прибыль в федеральный бюджет в размере 0 процентов в течение 10 лет, с момента получения первого дохода по проекту [7, ст. 284 п. 1.5];
- для организации, получившей статус участника проекта по осуществлению исследований, разработок и коммерциализации их результатов в соответствии с Федеральным законом «Об инновационном центре «Сколково», прибыль облагается налогом по ставке 0 процентов;
- для организаций, получивших статус резидента территории опережающего социально-экономического развития либо статус резидента свободного порта Владивосток, налоговая ставка по налогу, подлежащему зачислению в федеральный бюджет, устанавливается в размере 0 процентов.

Слияния и поглощения с перечисленными группами организаций являются интересной возможностью оптимизации налогового бремени, которая может являться одним из основных мотивов слияний и поглощений на территории Российской Федерации. Стоит отметить, что к обоснованию сделок, основным мотивом которых является снижение налогов, необходимо привлекать специалистов по трансфертному ценообразованию, поскольку специфика российского законодательства приводит к возникновению претензий и начислению штрафов со стороны налоговых органов при неграмотном планировании такого рода преобразований бизнеса.

К требованиям ключевых заинтересованных сторон в таких проектах слияний и поглощений следует относить прежде всего интересы государственных органов, поскольку государство здесь является важным заинтересованным лицом, обладая существенной властью, позволяющей как приостановить проект, так и полностью его отменить в случае невыполнения его требований. Ключевыми для анализа в рамках предынвестиционного анализа будут являться формальные требования, которые могут быть предъявлены к организации [91]. Со стороны инвестора требования в отношении проекта, проводимого в целях налоговой оптимизации, могут касаться как количественных показателей – сумм

убытков компании или налогов к возмещению, так и общего положения компании: налоговой юрисдикции, налогового статуса и другие.

Минимизация издержек

Другим немаловажным мотивом слияний и поглощений является минимизация издержек организаций, участвующих в сделке. Объединяющиеся компании обычно обладают рядом схожих бизнес-подразделений, которые будут упразднены в процессе слияния. Создание единых централизованных структур управления приводит к значительному снижению затрат на их содержание и ликвидации дублирующих функций. [118]. Кроме этого, часть подразделений может быть упразднена из-за ненадобности, так как в некоторых случаях отдельные подразделения поглощаемой компании не генерируют доходы организации, выполняя лишь административные или управленческие функции.

Возникновение эффекта масштаба - еще один вариант минимизации издержек, когда значительные условно-постоянные затраты либо увеличиваются существенно меньшими, по сравнению с ростом производства, темпами, либо снижают свою долю в себестоимости продаж, распределяясь на большую выручку объединенной компании [92].

Специфические мотивы

К специфическим мотивам следует отнести различные причины слияний и поглощений, которые не нашли отражения в предыдущих группах. Сюда можно включить все виды заинтересованности, которая не является экономически обоснованной, однако является достаточно существенной для того, чтобы проводить слияния и поглощения. Например, сюда можно включить репутационные мотивы собственников организации, политические мотивы в отношении государственных и совместных межгосударственных предприятий, использование слияний и поглощений как защитную меру против враждебных поглощений [84] и прочие.

Вывод по параграфу 1.1

В целях разработки унифицированной методики проведения предынвестиционного анализа в первом параграфе первой главы было проведено исследование терминов «слияние» и «поглощение», их сущности и причин. Без изучения этих явлений невозможно исследование предынвестиционного анализа, так как эта консультационная услуга является прямым следствием существования рынка слияний и поглощений и асимметрии информации. В настоящее время не существует общепринятых определений слияний и поглощений, классификации причин их осуществления, что затрудняет исследования в этой области. Для целей данной работы предлагается использовать терминологию

действующего российского законодательства для трактовки понятий «слияние» и «поглощение», а также обобщенную классификацию их мотивов, в которой нашли свое отражение основные причины сделок слияний и поглощений. Однако, стоит отметить, что большая часть сделок определяется не каким-то одним мотивом, а скорее одновременным сочетанием нескольких. При проведении предынвестиционного анализа его исполнителю важно понимать реальные мотивы осуществления сделки, так как от этого будет зависеть характер и объем процедур, которые будут осуществлены в дальнейшем.

1.2 Предынвестиционный анализ в проектах слияний и поглощений

Для понимания сущности предынвестиционного анализа необходимо дать четкую формулировку данного понятия. Во-первых, следует уточнить, что для обозначения предынвестиционного анализа обычно применяется международный термин «due diligence», который в русском языке в настоящее время не имеет официальных аналогов [108]. В научных работах перевод термина «due diligence» осуществлялся поразному, наиболее часто встречаются понятия «должная осмотрительность», и «проверка чистоты сделки» [62; 119] которые с аудиторских позиций отражают первоначальный смысл данного термина, призывающий к тщательной проверке добросовестности контрагента перед заключением сделки.

Существуют разные версии происхождения понятия «due diligence», однако большинство источников ссылается на принятый Конгрессом США «Акт о ценных бумагах» от 1933 г. [35; 110], как на первый документ, где данное понятие было раскрыто. Данный закон обеспечивает соблюдение добросовестности при торговле ценными бумагами, одной из его главных идей является обеспечение инвесторов финансовой и прочей существенной информацией, которая относится к ценным бумагам, торгующимся на открытом рынке.

В 1977 году швейцарские банки приняли первое соглашение «Кодекс поведения швейцарских банков в отношении должной осмотрительности» (СДВ) [39], которое включало в себя правила по вопросам противодействия легализации доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма. Стоит отметить, что данный кодекс содержит инструкции относительно идентификации конечных бенефициаров и проверки контрагентов при проведении банковских операций. Кодекс используется и в настоящее время, обновляясь каждые пять лет, последняя версия кодекса была выпущена в 2016 году [36].

Перечисленные нормативно-правовые акты являлись первоначальной основой *«due diligence»*, однако были предназначены для узкого круга пользователей – аудиторских,

брокерско-дилерских компаний и банков. В современной трактовке «due diligence» выходит за рамки такого представления, так как начинает охватывать все сферы деятельности организаций, затрагивая не только финансовые, налоговые и правовые аспекты, но и информационные технологии, экологию, маркетинг и прочие сферы. В российском законодательстве определение «due diligence» отсутствует [24; 63], а термин «должная осмотрительность» [21] применялся до 2018 года [32] исключительно в налоговой практике в отношении расчетов с контрагентами. Таким образом, достаточно адекватных аналогов термина «due diligence» отечественных не существует, «предынвестиционный анализ» в большей степени раскрывает понятие «due diligence», нежели «должная осмотрительность» или «проверка чистоты сделки», так как представляет собой не просто предшествующую финальным переговорам стадию выявления ключевых рисков на основе контрольных проверок [107], но и подробный всесторонний анализ бизнеса [98].

Некоторые отечественные исследователи уже употребляли термин «предынвестиционный анализ» при описании процедуры дью-дилидженс, однако он так и не стал общепринятым. Российские ученые, проводившие изучение процедуры дью-дилидженс, такие как В.В. Керимов, Д.А. Челышев и другие уже давали определение данному понятию, однако упомянутые трактовки содержат в себе неточности, возникающие в связи с рассмотрением данного понятия исключительно в контексте конкретных направлений, которые изучали авторы, устранение этих неточностей является одной из задач данной работы. В таблице 5 сопоставлены основные существующие определения, данные понятию «due diligence» отечественными и зарубежными учеными:

Таблица 5 – Определения предынвестиционного анализа

Автор	Определение		
1	2		
И.В. Антонова	Процесс исследования и обоснования возможности реализации проекта, анализ эффективности и оценки риска		
Д.А. Челышев	Процедура формирования объективного представления об объекте инвестирования путем проведения системы мероприятий, направленных на всестороннюю проверку законности и коммерческой привлекательности планируемой сделки, инвестиционного проекта		
В.В. Керимов	Процедура формирования объективного представления об объекте инвестирования, включающая в себя инвестиционные риски, независимую оценку объекта инвестирования, всестороннее исследование деятельности компании, комплексную проверку её финансового состояния и положения на рынке		
Т. Гранди	Всестороннее исследование деятельности приобретаемой компании, цель которого – удостовериться, что вы действительно получите то, что ожидаете получить, а также что у целевой компании нет скрытых или неожиданных недостатков		

Продолжение таблицы 5

1	2	
М.И. Кутер Н.А. Антонова	Сопутствующая аудиту услуга, выполняемая по согласованию с потенциальным инвестором в форме комплексной экспертизы предполагаемой сделки в рамках процесса принятий решения о менее рисковом инвестировании капитала с целью его сохранения и преумножения в будущем	
Ю.В. Трунцевский, О.Г. Карпович	Экспертиза финансовой и хозяйственной деятельности предприятия, его положения на рынке, по результатам которой можно оценить юридические риски, а также инвестиционную привлекательность и надежность предприятия	
А.Х. Розенблюм	Исследование, проводимое инвестором или его консультантами характеристик бизнеса компании-цели	
В.В. Ковалев, Вит. В. Ковалев Проверка имущественного и финансового положений фирмы как одно обязательных условий осуществления некоторого важного события, требующего особой осмотрительности		

Источник: составлено автором по материалам [43; 50; 52; 59; 67; 68; 69; 77; 100].

Можно выявить основные черты, фигурирующие во всех существующих определениях предынвестиционного анализа:

- объектом изучения является организация (или группа организаций), в которую будут инвестированы средства;
- процедура направлена на всестороннее исследование деятельности организации;
- цель процедуры сводится к выявлению и минимизации рисков от потенциальной сделки.

Однако некоторые аспекты предынвестиционного анализа остаются за пределами приведенных определений:

- анализ осуществляется квалифицированными специалистами;
- заказчиком анализа может вступать как сторонний инвестор, так и сама компания, в тех случаях, когда она заинтересована в привлечении инвестиций;
- в процессе предынвестиционного анализа определяются ключевые заинтересованные стороны сделки слияний и поглощений;
- наряду с финансовой составляющей выявляются также нефинансовые риски деятельности, которые часто невозможно количественно оценить. Источники, вероятность возникновения и рекомендации по минимизации рисков описываются в отчете по результатам предынвестиционного анализа;
- трактуемый подобным образом предынвестиционный анализ не отвечает на вопросы о целесообразности инвестирования, включая в отчет о проверке исключительно выводы о состоянии и перспективах организации.

На основании выявленных аспектов можно дать уточненное определение. Предынвестиционный анализ – всестороннее комплексное исследование деятельности организации-цели, осуществляемое на договорных началах квалифицированными специалистами и направленное на создание объективного и достоверного представления о бизнесе у инвесторов, включающее выявление и описание ключевых заинтересованных сторон, финансовых и нефинансовых рисков, способствующее их минимизации при принятии инвестиционных решений.

Сущность предынвестиционного анализа как специфического вида деятельности может быть раскрыта через его основные задачи:

- изучение ключевых стейкхолдеров компании-цели и поглощающей компании, а также их основных требований;
- выявление существующих и потенциальных негативных последствий для бизнеса, порождаемых отказом от выполнения требований ключевых заинтересованных сторон;
- анализ исторических данных о финансовом положении и финансовых результатах организации-цели, оценка ее реальной прибыльности;
- прогнозирование возможного влияния изменения состава собственников или менеджмента организации-цели на показатели ее деятельности;
 - анализ структуры и динамики оборотного капитала;
 - исследование организационной структуры компании-цели;
 - прочие задачи, характерные для конкретных проектов.

Изучение основных заинтересованных сторон является важнейшей задачей предынвестиционного анализа. Стоит отметить, что предынвестиционный анализ во многом схож с бизнес-анализом, поскольку «ориентирован на выявление и идентификацию проблем бизнеса на базе изучения требований ключевых стейкхолдеров компании и их сравнительного сопоставления с фактическими показателями ее реальной деятельности» [81]. Однако, в отличие от бизнес-анализа, предынвестиционный анализ осуществляется преимущественно для выявления проблем приобретаемого бизнеса, с которыми столкнется покупатель после сделки, а не для аналитической поддержки решений по изменению бизнеса. В группу ключевых стейкхолдеров входят те из них, которые проявляют высокую заинтересованность в работе компании, и обладают достаточной властью, которую они вполне могут применить [80]. Обычно, в проектах слияний и поглощений инициатором проведения предынвестиционного анализа выступает поглощающая компания, которая и является главной заинтересованной стороной в этом процессе. Для поглощающей компании важен анализ структуры владения организацией-целью, поставщики и покупатели, действующие кредитные договоры. Но в проектах слияний и поглощений необходимо

учитывать не только требования ключевых стейкхолдеров инвестора, но и требования заинтересованных сторон компании-цели, что также является особенностью предынвестиционного анализа, так как он становится услугой, обоюдно направленной как на поглощаемую, так и на поглощающую компании. Кроме того, нельзя упускать из виду другие заинтересованные в деятельности компании-цели стороны, такие как менеджмент и исполнительный персонал всех участвующих в проекте организаций, Федеральная налоговая служба, местные муниципальные власти И прочие. рамках предынвестиционного анализа проводится исследование наиболее значимых стейкхолдеров, которое позволяет выявить потенциальные риски деятельности организации как до, так и после слияния или поглощения.

Задача выявления проблем бизнеса, связанных с невыполнением требований его ключевых заинтересованных сторон тесно связана с идентификацией ключевых стейкхолдеров. Решение указанной задачи сводится к анализу значимости выполнения этих требований, последствий их игнорирования. Для этого может быть использован метод МОSCOW [116], который позволяет приоритизировать требования заинтересованных сторон. Например, требования органов государственной власти могут быть крайне несущественны в стоимостном выражении, однако последствия их невыполнения могут быть фатальными для организации, такими как блокировка счетов, начисление существенных штрафов и пени, а также бюрократизация всех взаимодействий с государством и прочее. Следовательно, одной из ключевых задач предынвестиционного анализа можно назвать выявление и приоритизацию требований заинтересованных сторон.

Особенно важным для инвестора этапом является углубленное изучение финансового состояния организации, ее фактических показателей финансовых результатов. Поглощающая компания всегда заинтересована в формировании представления об уровне расходов, необходимых для поддержания нормального функционирования бизнеса компании-цели. В то же время, для продающей стороны важным является демонстрация положительных финансовых результатов, что позволит увеличить стоимость сделки. Именно это противоречие интересов порождает необходимость проведения предынвестиционного анализа, так как существуют серьезные риски искажения информации. Поэтому следует учитывать, что предынвестиционный анализ в крайне редких случаях базируется на полной информации о поглощаемой организации.

При смене структуры собственников или менеджмента, в первую очередь - генерального директора, происходит возникновение рисковой ситуации для ключевых заинтересованных сторон бизнеса. Изменение прав владения или состава менеджмента

сильно влияют на организацию, так как оказывают прямое воздействие на ее финансовое положение и финансовые результаты через изменение операционного и стратегического управления. В большинство договоров включены оговорки об изменении условий или о полном расторжении при возникновении подобных изменений бизнеса. Это в первую очередь характерно для договоров кредита или займа, но аналогичные условия также могут быть прописаны в договорах поставки и прочих соглашениях. Для проектов слияний и поглощений является характерным изменение управляющего персонала после завершения сделки, так как это позволяет получить полный контроль над новой частью бизнеса. Таким образом, одной из задач предынвестиционного анализа является оценка потенциального влияния описанных изменений на результаты деятельности приобретаемого бизнеса. Более того, нельзя забывать о существенных суммах выплат, которые часто включаются в трудовые договоры с управляющим персоналом. Бонусы при увольнении (золотые парашюты) могут составлять крайне существенные суммы для бизнеса.

Оборотный капитал организации позволяет оценить деятельность поглощаемой компании на предмет воздействия различных внешних и внутренних факторов, таких как сезонность бизнеса, нормальный уровень оборотного капитала и прочих. Для поглощающей компании решение задачи исследования оборотного капитала позволяет определить объем средств, который необходим для поддержания функционирования бизнеса компании-цели. В свою очередь, уровень и структура оборотного капитала могут оказать существенное воздействие на стоимость сделки и даже на весь проект слияний и поглощений.

кадрового Для последующей оптимизации состава процессе предынвестиционного анализа происходит определение структурных подразделений, которые являются необходимыми для отдельно функционирующего бизнеса, но будут являться рудиментарными после окончания проекта слияний и поглощений. Подразделения, которые являются центрами генерации прибыли, будут сохранены в новой структуре, а обслуживающие могут быть сокращены при необходимости. В связи с этим, одной из задач предынвестиционного анализа является верификация организационной структуры компании-цели. Одновременно с этим происходит определение уровня затрат, необходимых для функционирования административных подразделений, так как существует вероятность их перевода в аналогичные центры затрат компании-инвестора вместо найма и обучения новых сотрудников.

К прочим задачам предынвестиционного анализа можно отнести все специфические для каждого отдельного проекта задачи, которые могут быть сформулированы инвестором. Нельзя забывать, что предынвестиционный анализ относится

к исследованиям, осуществляемым на договорных началах. В связи с этим в объем работ этого вида деятельности может быть включен почти любой спектр вопросов, направленный на выявление и снижение рисков, присущих проектам слияний и поглощений. К ним можно отнести различные внешние и внутренние факторы, присущие как большинству проектов, так и специфические. Часть факторов может быть связана с законодательным регулированием, в частности, с введением новых нормативно-правовых актов, изменением существующей законодательной системы и тому подобное. Например, отзыв государственными органами лицензии у компании, осуществляющей лицензируемую деятельность [20], окажет существенное влияние на выручку организации.

В заключение можно сказать, что предынвестиционный анализ представляет собой эффективный методический инструментарий, использование которого позволяет снизить риски, присущие проектам слияний и поглощений. В настоящее время в рамках предынвестиционного анализа активно используются современные методы экономического и бизнес-анализа, которые позволяют создать у инвестора целостное и объективное представление Ha 0 компании цели. основании результатов предынвестиционного компания необходимое анализа поглощающая получает аналитическое обоснование для принятия решения в отношении проекта. В то же время нельзя считать успешное окончание предынвестиционного анализа гарантом заключения сделки по слияниям и поглощениям. При наличии отдельных стоп-факторов проект по слияниям и поглощениям может быть приостановлен или закрыт, если инвестор сочтет такой исход предпочтительным.

Место предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений

Необходимо пояснить, почему предынвестиционный анализ присущ именно проектной деятельности, а не самим сделкам слияний и поглощений. Под проектом, согласно определению И.И. Мазура и В.Д. Шапиро, понимается ограниченная по времени деятельность, направленная на достижение определенных результатов через координированное выполнение взаимосвязанных действий [55]. Каждый проект характеризуется: заданной целью, учетом внешних условий, определенной организационно-правовой формой управления, ограничениями времени с указанием инвестиционного цикла проекта [53]. Отличие проекта от сделки слияний и поглощений состоит в том, что во время проекта покупатель может отказаться от заключения какихлибо договоров после осуществления необходимых процедур, в то время как сделка слияний и поглощений фиксирует взаимные обязательства сторон и подразумевает подписание соглашений о реорганизации. Иными словами, проект может быть свернут

после получения достаточных оснований полагать, что он приведет к нежелательным последствиям для организации инвестора. Таким образом, заключение сделки — это следствие получения удовлетворительных для инвестора результатов предынвестиционного анализа, которые делают проведение данной сделки желательной. Именно поэтому при исследовании предынвестиционного анализа следует говорить именно о проектах, а не о сделках слияний и поглощений.

Место предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений четко обозначил Дональд Депамфилис [45], в переведенном на русский язык издании используется термин «проверка чистоты сделки» вместо «предынвестиционный анализ», как показано на рисунке 2.



Источник: составлено автором по материалам [45]. Рисунок 2 – Процесс слияний и поглощений

В рамках проекта поглощающая компания уже решила проводить реорганизацию по причинам, описанным ранее, выбрала организацию-цель и сделала первоначальное предложение о ее покупке руководству или собственникам организации. Дональд Депамфилис называет эти шаги «действиями до покупки компании». Полученное компанией-целью предложение соответствует зарубежному термину «non-binding offer», который можно примерно перевести на русский язык как «не содержащая строгих обязательств оферта, которая может быть отозвана в дальнейшем» [51]. Именно после подписания такого предложения становится возможным проводить предынвестиционный анализ. Предварительные шаги по изучению компании-цели могут быть проведены и до этого момента, однако критерием проведения предынвестиционного анализа является доступ к внутренней информации компании-цели. В рамках не содержащей строго обязательства оферты юридические лица соглашаются на проведение односторонней, в случае поглощения, или двусторонней, в случае слияния, проверки и оценки юридического, налогового, финансового положения организации и других аспектов деятельности.

Авторы одного из самых фундаментальных исследований в области предынвестиционного анализа М. Бомер, Д. Рэнкин, и Г. Стедмен уточняют, что целесообразность его проведения существует только до того момента, как покупатель решится заключить сделку [62]. С этим тезисом нельзя не согласится, поскольку принятие

решения о сделке должно предваряться проведением предынвестиционного анализа, который позволит аналитически обосновать стоимость сделки по слиянию или поглощению, скорректировать ее условия, если необходимо.

Резюмируя вышесказанное, можно выделить следующие критерии проектов слияний и поглощений:

- наличие заинтересованности как инвестора, так и компании-цели (в лице собственников компаний) в проведении реорганизации или получении контроля над организацией-целью;
- формализация требований ключевых заинтересованных сторон в отношении проекта (составление договоров, соглашений и прочих документов);
 - участие не менее двух юридических лиц;
- ограниченность по времени. Проекты слияний и поглощений занимают короткий промежуток времени, обычно не более одного года, однако возможны и более длительные проекты, нуждающиеся в более тщательном согласовании;
- добровольное участие. Предынвестиционный анализ возможен в проектах по враждебным слияниям или поглощениям в крайне ограниченном объеме. Враждебные поглощения в большинстве случаев проводятся в условиях недостатка информации, что не позволяет осуществлять все необходимые процедуры предынвестиционного анализа, предполагающие доступ в первую очередь к внутренней информации организации. Таким образом, враждебные поглощения и их методическое обеспечение не являются предметом изучения в контексте данной работы;
- проведение активных мероприятий по анализу текущего состояния и исторических результатов организации-цели;
- активное участие менеджмента как поглощающей, так и поглощаемой сторон в проекте;
 - наличие доступа к внутренней информации организации-цели;
- возможность заморозки или отказа от проекта при наступлении определенных условий;
- в случае проведения реорганизации важным еще одним критерием является оценка эффективности предполагаемого к реализации проекта. Критерием эффективности проведенного проекта должна служить потенциальная степень удовлетворенности ключевых заинтересованных сторон сделки после ее заключения;
- дополнительным критерием проектов слияний и поглощений может являться реализация аспекта устойчивости развития. Поглощающая компания должна гармонично

удовлетворять потребности экономического, экологического и социального развития нынешнего и будущих поколений [65; 85]. Однако этот критерий в отношении анализа компании-цели является лишь рекомендательным, так как вероятно, что проект слияний и поглощений проводится как раз в целях реализации стратегии устойчивого развития компании-инвестора, в связи с этим организация-цель может не удовлетворять критериям устойчивого развития, но в ходе предынвестиционного анализа важно установить возможное влияние ее поглощения на условия устойчивого развития компании-инвестора.

Таким образом, можно предложить следующие определения:

- под проектом слияний и поглощений следует понимать ограниченную по времени деятельность, проводимую в целях удовлетворения требований ключевых заинтересованных сторон, которая направлена на реализацию активных, целенаправленных и добровольных действий по согласованию условий потенциальной реорганизации не менее одного из участников (включающую проведение предынвестиционного анализа и структурирование сделки), ее возможное последующее осуществление и оценку эффективности (в случае завершения проекта);
- под сделкой слияний и поглощений следует понимать стадию проекта слияний и поглощений во время которой, при условии удовлетворительных для ключевых участников проекта результатов предынвестиционного анализа, происходит заключение всех необходимых соглашений о проведении реорганизации не менее одного из участников проекта. Сделка не финальный этап проекта, так как завершающим этапом являются фактическая реализация (проведение реорганизации) этой сделки и оценка полученных результатов.

Как уже было сказано ранее, проект слияний и поглощений включает в себя различные стадии, от выбора компании-цели до оценки эффективности инвестиций. Действия организации-инвестора до и после принятия решения о покупке являются широко освещенными в российской экономической литературе, однако сам процесс обоснования решений, который включает в себя проведение предынвестиционного анализа, является малоизученным. В целях проведения данного исследования основное внимание будет уделено именно процессу предынвестиционного анализа, как неотъемлемой части проектов слияний и поглощений.

Особенности предынвестиционного анализа как вида экономической деятельности

Из-за отсутствия четкого понимания сущности предынвестиционного анализа в современной российской литературе сложилось некорректное восприятие процедуры

предынвестиционного анализа как альтернативы аудиту. Это объясняется тем, что финансовые организации, основным направлением деятельности которых являются аудиторские услуги, зачастую проводят предынвестиционный анализ различных организаций. Однако, существуют существенные различия аудита и предынвестиционного анализа. Как уже было сказано ранее, в Федеральном законе «Об аудиторской деятельности» № 307-ФЗ [15] нет прямого упоминания данного вида деятельности, а по классификации Минфина России [26] следует отнести данную услугу к сопутствующим аудиту услугам [56; 95], не обеспечивающим уверенность (п. 2.3). Стоит отметить, что основной целью предынвестиционного анализа, в отличие от аудита, не является подтверждение корректности отражения данных о хозяйственной деятельности организации. Объем процедур по предынвестиционному анализу существенно меньше, чем аналогичный объем при проведении аудита или обзорной проверки, так как для организации-заказчика важно составить объективное представление о поглощаемой компании. Достоверность информации подтверждается аудиторскими заключениями, полученными организацией-целью ДО предынвестиционного Никаких анализа. дополнительных процедур проверки первичных документов, которые позволяют обеспечить уверенность в достоверности полученной информации, обычно не проводится.

Исследования отличий аудита от предынвестиционного анализа уже проводились ранее в отечественной литературе, следует особенно выделить работы М.И. Кутера и Н.А. Антоновой [76; 77; 78], Ю.Н. Гузова и Н.Д. Савенковой [96], и И.В. Антоновой [67], которые провели глубокий анализ существующих различий. Стоит отметить, что выводы, полученные перечисленными авторами во-многом схожи, однако следует выделить некоторые спорные моменты, которые могут неоднозначно трактоваться пользователями данных материалов. Во-первых, авторы преимущественно не выделяют контракт, как первоисточник предпосылок для проведения предынвестиционного анализа. Имеется в виду, что в отличие от аудита, весь предынвестиционный анализ регулируется преимущественно соглашением между консультирующей организацией и заказчиком на проведение тех или иных процедур, причем в зависимости от проекта объем и содержание работ могут существенно различаться, в то время как аудит представляет собой относительно стабильный набор процедур, который регулируется как федеральными законодательными актами [15], так и аудиторскими стандартами и прочими нормативными документами. Проведение предынвестиционного анализа не требует лицензирования или участия в СРО, что позволяет аналитикам ограничивать объем работ, используя профессиональное суждение.

Во-вторых, исследователи часто упоминают уровень материальности, который рассчитывают аудиторы во время проведения проверки, и используют данный термин применительно к предынвестиционному анализу. Однако такое «перетекание» понятий из одного вида деятельности в другой является некорректным, так как при проведении анализа определение уровня существенности (в традиционном смысле) не играет принципиальной роли. Изучение тех или иных аспектов деятельности организации основывается исключительно на мнении аналитика об их важности, например, отсутствие зарегистрированных товарных знаков у компании влечет за собой существенные риски деятельности, но данный аспект является несущественным с точки зрения аудита из-за низкой балансовой стоимости данных нематериальных активов. Отсутствие признака материальности является одним из ключевых отличий предынвестиционного анализа от аудита. Более подробно существующие отличия представлены в таблице 6.

Таблица 6 – Различия предынвестиционного анализа и аудита

Критерий сравнений	Предынвестиционный анализ	Аудит
Сущность	Изучение деятельности организации в рамках инвестиционного проекта, включающее в себя исследование различных составляющих: финансовой, юридической, налоговой	Независимая проверка бухгалтерской (финансовой) отчетности аудируемого лица в целях выражения мнения о достоверности такой отчетности
Объект	Финансовая и нефинансовая информация	Бухгалтерская (финансовая) отчетность
Цель	Минимизация рисков в процессе инвестирования	Подтверждение достоверности финансовой отчетности
Регулирование	Не регулируется	Жесткое законодательное регулирование
Исполнители	Квалифицированные специалисты	Сертифицированные аудиторы
Ограничения	В соответствии с контрактом.	Объем аудита не может быть ограничен
Пользователи	Заказчик анализа	Внутренние и внешние заинтересованные стороны
Обязательность	Не обязателен	Обязателен в ряде случаев в соответствии с законом
Степень открытости	Конфиденциально	Открытая информация в случае обязательного аудита
Точность	Нет требований	Максимальная точность
Форма отчета	Произвольная	Аудиторское заключение
Ответственность	В соответствии с контрактом. Обычно - исключительно репутационная	MCA 220
Период проведения	В соответствии с контрактом	В соответствии с законодательством
Отчетный период	В соответствии с контрактом	Финансовый год

Источник: составлено автором по материалам [2; 15; 16; 34; 76; 107; 108].

Важность данного момента состоит в следующем: согласно п.2 ст.23 закона № 307-ФЗ «Об аудиторской деятельности» [15] аудиторские организации, индивидуальные аудиторы, не вступившие в саморегулируемые организации аудиторов, не вправе проводить аудит и оказывать сопутствующие аудиту услуги. Иными словами, для проведения сопутствующих аудиту, в которые в современном понимании входит предынвестиционный анализ, услуг необходимо являться членом СРО. Однако, аналитиком, проводящим предынвестиционный анализ, может быть не только сертифицированный аудитор, но и просто квалифицированный специалист в области бухгалтерского учета, экономического анализа и финансового консультирования, который может осуществлять свою деятельность внутри компании, деятельность которой не регулируется законом «Об аудиторской деятельности». Исторически сложившаяся ситуация с отнесением предынвестиционного анализа к сопутствующим аудиту услугам основывается исключительно на наличии квалифицированных трудовых ресурсов в различных областях деятельности – бухгалтерском, налоговом учете и юридической сфере – в аудиторских организациях. Применение предынвестиционного анализа возможно и вне специализированных фирм, однако репутация аудиторско-консалтинговых организаций играет существенную роль при выборе команды аналитиков для целей проектов слияний и поглощений, а необходимые трудовые ресурсы часто недоступны небольшим организациям.

В связи с выявленными различиями следует критически отнестись к упомянутому ранее тезису о том, что предынвестиционный анализ является альтернативой аудиту. Не следует однозначно воспринимать его как сопутствующую аудиту услугу, так как аудит и предынвестиционный анализ совершенно разные направления деятельности, более того, аудит не всегда проводится в организациях, являющихся целью проектов по слияниями и поглощениям, небольшие компании, не попадающие под требования обязательного аудита, обычно не нуждаются в аудиторском заключении. Таким образом, следует отказаться от восприятия предынвестиционного анализа как сопутствующей аудиту услуги, рассматривая его как самостоятельный вид консультационных услуг.

Задачи методического обеспечения предынвестиционного анализа

Основная проблема организации качественного предынвестиционного анализа, существующая в настоящее время, заключается в отсутствии единой стандартизированной методики его проведения. Необходимо отметить, что в целом информационно-аналитический аспект сделок слияния и поглощения в отечественной науке до сих пор остается малоизученным [90]. Существующее информационно-аналитическое обеспечение

не позволяет в полной мере покрыть весь процесс проведения сделок слияний и поглощений. Достаточно широко освещенными в отечественной литературе являются методические аспекты выбора цели для потенциального слияния и анализа эффективности слияния после проведения сделки. Методическое обеспечение прочих этапов процесса слияний и поглощений, в том числе и предынвестиционного анализа, остается недостаточно разработанным, что влечет за собой существенные риски для потенциального инвестора. Однако на практике от качества предынвестиционных исследований зависят как сама возможность запуска инвестиционного проекта, так и эффективность его реализации [79]. В связи с этим разработка рекомендаций по организации и методике проведения предынвестиционного анализа представляется особо актуальной.

Задачами формирования методического обеспечения предынвестиционного анализа, как инструмента информационно-аналитической поддержки сделок слияний и поглощений, являются:

- развитие документальной основы для проведения предынвестиционного анализа (технические задания, приказы, регламенты проведения анализа и оформления его результатов);
- выявление необходимой финансовой и нефинансовой информации,
 требующейся для осуществления предынвестиционного анализа, определение методов ее сбора и систематизации;
- обоснование отбора необходимых и результативных методов анализа информации, описание алгоритмов их реализации;
- определение способов выявления конкретных рисков, присущих деятельности организации;
- обоснование обязательных этапов и организационных принципов проведения предынвестиционного анализа;
- разработка рекомендаций по повышению наглядности представления результатов анализа для руководства компании;
- разработка рекомендаций по выявлению заинтересованных сторон проектов слияний и поглощений, по определению, согласованию и документированию их требований, по оценке фактической степени выполнения этих требований.

При исследовании реального осуществления слияний и поглощений современные авторы отмечают наличие весьма существенного разрыва между теоретическим и практическим подходами к решению проблем информационно-аналитического сопровождения заключаемых при этом сделок [90]. Сущность проблемы состоит в том, что

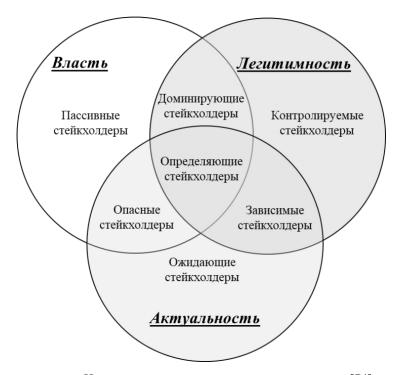
теоретическое обеспечение принятия решений в этой сфере существенно отличается от практического ввиду объективной невозможности предварительного учета специфики всего спектра конкретных сделок по слияниям и поглощениям. Решение может заключаться в создании практически применимой стандартизированной методики, содержащей в себе возможности учета потенциальных особенностей каждой из сделок и их нивелирования в процессе осуществления предынвестиционного анализа.

1.3 Обоснование стейкхолдерского подхода к осуществлению предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений

Стейкхолдерский подход к проектному анализу признан в качестве общепринятой основы его методологии в условиях неустойчивого внешнего окружения бизнеса и необходимости гибкого реагирования на его изменения, требований к транспарентности и социальной ответственности, к учету интересов различных групп влияния на бизнес [80]. Поэтому для решения поставленных задач данного исследования, а именно для разработки требований в отношении информационно-правового обеспечения, а также для дальнейшего практического применения в рамках разрабатываемой методики предынвестиционного анализа крайне важно выделить ключевые заинтересованные стороны предстоящей сделки. По определению ISO 26000:2010 стейкхолдеров можно описать как «физические лица или объединения, заинтересованные в любых решениях или действиях организации» [1]. Для проектной деятельности следует уточнить, что стейкхолдеры заинтересованы в решениях и действиях в рамках проекта, при этом их заинтересованность может разниться от полного содействия проекту до требований о его прекращении [102]. Количество стейкхолдеров может быть достаточно большим, поэтому необходимо изучить только самые влиятельные группы заинтересованных сторон. Для определения значимости стейкхолдеров предлагается использовать принципы модели Митчелла-Агле-Вуда [74; 99], а именно три основных атрибута, присущих всем заинтересованным сторонам: срочность, законность и власть, как показано на рисунке 3. В целях проведения предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений следует выделять на основании указанных атрибутов, прежде всего, три основные категории заинтересованных сторон.

Первой группой являются определяющие стейкхолдеры, включающие в себя важнейших участников проекта, органы государственной власти. Они могут оказать значительное влияние на проект, так как наделены значительной властью, их требования имеют законные основания и носят неотложный характер, а невыполнение этих требований может привести к закрытию проекта. Следует отдельно остановиться на органах государственной власти как на ключевых стейкхолдерах. Формально в проектах слияний и

поглощений они не участвуют (если проекты не касаются госсобственности) и не принимают решений в ходе проекта [103]. Однако, когда оформляется сделка слияний и поглощений, органы государственной власти могут оказать существенное влияние на процессы реорганизации, создавая при невыполнении их требований многочисленные бюрократические препятствия, которые могут значительно затруднить завершение проекта.



Источник: составлено автором по материалам [74]. Рисунок 3 — Модель Митчелла-Агле-Вуда: определение значимости стейкхолдеров

Второй группой являются заинтересованные стороны, которые не наделены любым из трех атрибутов, чье влияние на проект слияний и поглощений ниже, чем у ключевых стейкхолдеров. Ко второй группе можно отнести стороны, заинтересованные в любом результате проекта (в том числе в его отмене), такие как сотрудники организаций-участников проекта, регуляторы фондового рынка (кроме органов государственной власти), покупатели и поставщики, лицензиары [61] и прочие аналогичные стороны. Стоит уточнить, что для целей классификации стейкхолдеров в проектах слияний и поглощений ключевую роль играет то, какое влияние может оказать неисполнение требований на проект и на его ключевых участников. Если игнорирование требований первой группы заинтересованных сторон может сразу привести к отмене проекта, то в отношении второй группы необходимо осуществлять анализ потенциальных эффектов на проект и его ключевых участников. Например, сотрудники организации могут выдвигать свои требования при осуществлении проекта слияний и поглощений, однако влияние данных требований на проект может быть незначительным, или не иметь последствий в краткосрочном периоде. Важнейшие участники проекта могут прийти к решению об

увольнении всего персонала организации, если требования данной группы заинтересованных сторон противоречат мотивам сделки. Таким образом, требования данной группы соблюдаются после выполнения требований первой группы стейкхолдеров.

Отдельно стоит сказать об «опасных» стейкхолдерах, которые также входят в эту группу, не обладая атрибутом легитимности (например, коррупционеры из органов государственной власти). Требования таких стейкхолдеров нужно выделять из прочих, однако их исполнение может быть сопряжено с нарушением действующего законодательства, что является недопустимым в рамках проекта и может повлечь образование существенных экономических и репутационных рисков. Принятие решений о выполнении таких требований целиком должно ложиться на инвестора и компанию-цель, роль предынвестиционного аналитика должна сводится к выделению подобных требований среди прочих требований второй группы стейкхолдеров.

К третьей группе следует отнести все заинтересованные стороны, которые потенциально имеют значительное влияние на проект в будущем, однако в настоящее время не выдвигают свои требования, или не имеют достаточных атрибутов для перехода в другие группы. Примером таких заинтересованных сторон могут быть местное население, СМИ, образовательные организации и прочие стейкхолдеры, не входящие в другие группы. Следует отметить, что в рамках проектов слияний и поглощений стейкхолдеры могут переходить из третьей группы во вторую, в зависимости от изменяющихся условий: изменений законодательства, конъюнктуры рынка или поступления новой информации.

Предлагаемая классификация заинтересованных сторон в рамках проектов слияний и поглощений представлена на рисунке 4.



Рисунок 4 – Классификация заинтересованных сторон проекта

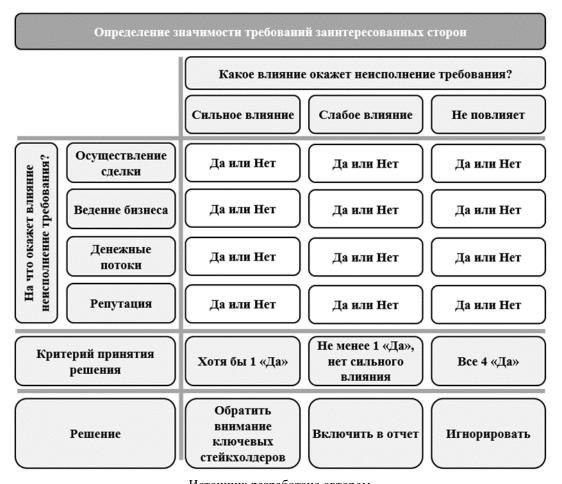
Данную классификацию предлагается взять за основу для дальнейшего изучения информационного обеспечения предынвестиционного анализа проектов слияний и

поглощений. Требования, которые выдвигают те или иные заинтересованные стороны, часто изложены в формальном виде, и составляют основу той информационной базы, которая необходима при осуществлении проектов слияний и поглощений, в том числе при проведении предынвестиционного анализа. Но многие из требований необходимо выявить и задокументировать на основе взаимодействия с ключевыми заинтересованными сторонами, а также в ходе самих аналитических исследований.

Еще один вопрос, который необходимо затронуть в рамках исследования заинтересованных сторон – это определение существенности требований, которые выдвигаются стейкхолдерами в рамках проекта. Даже требования ключевых заинтересованных могут различаться по важности, поэтому предлагается разделить их на три условных группы. Первая группа требований – это особо значимые аспекты планируемой сделки, на которые необходимо обратить пристальное внимание. Эти требования должны быть обсуждены с ключевыми участниками проекта сразу при их выявлении, так как они могут оказать существенное влияние на проект и его результаты. Вторая группа требований – аспекты, на которые стоит обратить внимание, однако не несущие в себе существенных рисков как для проекта, так и для его ключевых участников. Эти требования должны быть описаны в отчете по результатам предынвестиционного анализа, обсуждение порождаемых проектом рисков допустимо, но не обязательно. В третью группу требований включаются все незначительные аспекты, которые можно игнорировать, так как неисполнение этих требований не повлечет за собой никаких ощутимых последствий. Требования, относящиеся к третьей группе, могут быть дополнительно включены в отчет по результатам анализа в составе приложений.

Рассматривать все требования всех групп заинтересованных сторон в рамках предынвестиционного анализа не представляется возможным, поэтому необходимо исследовать только требования лишь ключевых участников проекта и сторон, заинтересованных в результатах проекта (то есть первых двух групп заинтересованных сторон, обладающих хотя бы 2 атрибутами). Требования третьей группы стейкхолдеров можно не учитывать, пока не появилось обоснованных предпосылок для их перехода в другие группы, или вероятность такого перехода не оценивается как достаточно высокая.

Для ранжирования требований стейкхолдеров на описанные группы была разработана методика определения значимости требований, представленная на рисунке 5.



Источник: разработано автором.

Рисунок 5 – Матрица определения значимости требований заинтересованных сторон

Важность требований можно определить, оценив воздействие каждого из них на проект и бизнес ключевых участников по 4 основным направлениям:

- влияние на осуществление сделки или на проект. Это направление описывает степень значимости дополнительных рисков, которые порождаются требованиями стейкхолдеров, и могут сказаться на процессе проведения проекта и вероятности заключения сделки (например, увеличение стоимости сделки, досрочный возврат кредитных средств при смене собственника и прочие);
- влияние на процесс ведения бизнеса. Именно бизнес-система в целом является источником создания стоимости бизнеса [86], в процессе слияний и поглощений происходит объединение существующих бизнес-систем для создания новой, в большей степени ориентированной на рыночные условия. Любые требования, которые меняют существующие бизнес-системы ключевых участников проекта, должны включаться в это направление, так как невыполнение некоторых требований может привести к изменениям или невозможности ведения бизнеса для любого из ключевых участников проекта в его процессе или после заключения сделки, то такое требование нужно выделять из прочих.

Например, требования к лицензируемой деятельности, неисполнение которых приведет к отзыву лицензий, следует отнести к этому направлению;

- влияние на денежные потоки. К этому направлению можно отнести возникновение всех расходов и доходов, которые формируются при невыполнении требований заинтересованных сторон. Например, штрафов за несвоевременную оплату долга. По своей сути подобные требования не влияют на бизнес-системы, однако несут в себе негативные финансовые последствия;
- влияние на репутацию. К этому направлению можно отнести требования, которые повлияют на статус компании на рынке. Например, несвоевременная оплата одному из поставщиков может привести к его переориентации на другого покупателя. Влияние подобных требований особо сложно оценить, может потребоваться дополнительная коммуникация с заинтересованными сторонами для оценки последствий их неисполнения.

Критерием для градуировки эффекта от неисполнения требований будет являться экспертная оценка профессионального исполнителя предынвестиционного анализа, который должен обладать необходимой квалификацией для принятия таких решений. В отличие от аудита, в предынвестиционном анализе нельзя ввести универсальный уровень материальности, о чем было сказано ранее. Более того, большая часть требований, выявляемых в процессе предынвестиционного анализа, не имеет количественного выражения. Однако, имея представление о размере и специфике бизнеса компании-цели, владея информацией о планируемой сделке, предынвестиционный аналитик может принять решение о градуировке эффекта.

Процесс определения значимости требований следует начинать с оценки сильного влияния. Если хоты бы по одному направлению влияние неисполнения требования окажется сильным, то это требование сразу становится приоритетным к рассмотрению и должно быть обсуждено с ключевыми заинтересованными сторонами. После этого определяется слабое влияние на исследуемые направления, и если оно не выявлено, значит неисполнение требования не окажет влияния на проект и может быть проигнорировано. Отдельно стоит отметить, необходимость постоянного мониторинга заинтересованных сторон, так как переход стейкхолдеров из группы в группу, который упоминался ранее, может привести к изменению значимости заинтересованных сторон в рамках проекта, и соответственно, к пересмотру важности их требований.

В заключение первой главы можно отметить, что в рамках проведенного исследования были решены следующие задачи:

- исследована сущность слияний и поглощений, мотивы их осуществления, что
 позволит выявлять конкретные требования заинтересованных сторон в рамках проекта;
- установлено место предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений, а также выявлены отличия проекта от сделки слияний и поглощений;
- уточнено определение предынвестиционного анализа через использование положений бизнес-анализа;
- выявлены дополнительные отличия предынвестиционного анализа, которые позволяют отделить этот вид консалтинговой деятельности от аудиторской, создавая основу для обоснования регулирования и выдвижения предложений по стандартизации предынвестиционного анализа;
- уточнено определение предынвестиционного анализа, предложены дополнительные критерии отличия этого вида деятельности от аудита;
- определены задачи методического обеспечения предынвестиционного анализа как аналитической поддержки проектов слияний и поглощений;
- обосновано использование стейкхолдерского подхода к осуществлению предынвестиционного анализа в рамках проектов слияний и поглощений.

Полученные результаты исследования будут использованы для разработки стандартизированной методики предынвестиционного анализа.

Глава 2 Развитие и стандартизация методики предынвестиционного анализа коммерческих организаций в проектах слияний и поглощений

2.1 Информационное и правовое обеспечение предынвестиционного анализа

В настоящее время в российской экономической литературе не существует устоявшегося мнения по формированию единой и полной информационной базы, способной исчерпывающе покрыть все аспекты предынвестиционного анализа [105]. Это является одной из ключевых методологических проблем при осуществлении проектов слияний и поглощений. Решением данной проблемы является выработка системного подхода к стандартизации информационного и правового обеспечения. Целесообразно выделить следующие составляющие такого обеспечения: государственное регулирование проектов слияний и поглощений (требования органов власти), регулирование отношений между важнейшими стейкхолдерами (требования ключевых участников к проекту), бухгалтерскую отчетность и базы данных, контракты с контрагентами (обычно требования, которые предъявляют заинтересованные в результате проекта участники к организациицели).

Государственное регулирование проектов слияний и поглощений

Требования государственного регулирования проектов слияний и поглощений являются одними из ключевых составляющих информационной базы предынвестиционного анализа. Отличительной особенностью органов государственной власти, как участников первой группы заинтересованных сторон проекта, является то, что не исполнение их требований влечет за собой не просто срыв проекта слияний и поглощений, но и прямую угрозу бизнесу, причем не только поглощающей организации, но и всех участников процесса. Информационной базой для анализа требований данной группы является действующее (или планируемое к введению в действие) законодательство, нормативно-правовые акты и инструктивные документы. Таким образом, выявление и анализ соблюдения требований данной группы является важным, но в то же время технически несложным аспектом предынвестиционного анализа. В данном случае имеется в виду, что требования органов государственной власти носят четкий, официальный характер и выражены как в законодательных и других нормативных актах, обязательных для исполнения всеми контролируемыми субъектами (федеральные законы, приказы, разрешения, постановления и другие), так и актах, адресованных напрямую участникам проекта (акты проверок, предписания, прочие). Таким образом, для оценки фактического соблюдения требований органов власти в рамках проекта необходимо особое уделить внимание как соблюдению требований законодательства в рамках проекта, так и

документам, которыми обмениваются государственные органы с участниками проекта. Например, для проверки отсутствия претензий со стороны ФНС к компании-цели предынвестиционный аналитик должен проверить акты сверки по налоговой задолженности, где будут отражены формальные экономические требования к организации, а также акты по результатам проверок.

Общественно-экономическая значимость предынвестиционного анализа объективно требует его адекватного регулирования. Но в настоящее время в Российской Федерации не существует какого-либо государственного регулирования этого вида деятельности. Исполнителями услуг по предынвестиционному анализу являются профессиональные консультанты аудиторских организаций, которые имеют надлежащие компетенции для предоставления такого рода услуг. Значительному регулированию в России подлежат преимущественно аудиторские услуги, которые контролируются как различными государственными службами (Совет по аудиторской деятельности при Минфине РФ, Росстат [29], Банк России [8]), так и саморегулируемой профессиональной организацией, членом которой должна являться аудиторская компания. Как уже было сказано ранее, в Федеральном законе «Об аудиторской деятельности» № 307-ФЗ [15] нет прямого упоминания предынвестиционных исследований, как отдельного вида деятельности, а по классификации Минфина России [26; 27] следует отнести данную услугу к сопутствующим аудиту услугам [56; 95]. Можно также указать, что Международный стандарт сопутствующих услуг 4400 (ранее MCA 920) «Задания по выполнению согласованных процедур в отношении финансовой информации» [3] в настоящее время является главным документом, регламентирующим данный вид деятельности, однако он каких-либо рекомендаций также не содержит определенных ПО проведению предынвестиционного анализа.

В рамках заключения контракта на оказание услуг по проектам слияний и поглощений они оформляются как консультационные услуги, объем работ и их конкретный перечень является предметом индивидуальной договоренности между заказчиком (поглощающей организацией) и исполнителем (консультантом). В ГК РФ часть 2 гл. 39 приводится следующая «Возмездное оказание услуг» трактовка договора консультационные услуги: «По договору возмездного оказания услуг исполнитель обязуется по заданию заказчика оказать услуги (совершить определенные действия или осуществить определенную деятельность), а заказчик обязуется оплатить эти услуги» [6]. Кроме приведенного определения, ни один нормативно-правовой акт российского законодательства в настоящее время не регулирует оказание консультационных услуг и порядок их выполнения. Это объективно требует разработки таких форм регламентации предынвестиционного анализа, которые отвечали бы потребностям бизнеса и общества. Одной из эффективных форм такой регламентации может быть стандартизация данного вида деятельности.

Однако в рамках проектов слияний и поглощений необходимо также учитывать правовое регулирование самого процесса реорганизации. Основными источниками информационно-правового обеспечения проектов слияний и поглощений являются Гражданский и Налоговый Кодексы РФ, ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» [12], ФЗ «Об акционерных обществах» [10] и ФЗ «О защите конкуренции» [14], ФЗ «О рынке ценных бумаг» [11]. Каждый из этих нормативноправовых актов определяет условия некоторых аспектов проведения проектов слияний и поглощений. Стоит отметить, что существует три наиболее распространенных вида предынвестиционного анализа: финансовый, налоговый, юридический. Более подробно все виды такого анализа будут рассмотрены далее в текущей главе. В рамках настоящего наибольший исследования интерес представляет изучение финансового предынвестиционного анализа, в связи с чем юридические аспекты проектов слияний и поглощений не будут подробно рассматриваться. Однако, необходимо выделить наиболее важные финансовые аспекты нормативно-правовой базы проектов слияний и поглощений, или, другими словами, конкретные требования органов власти к проектам слияний и поглощений.

Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» № 14-ФЗ в статье 51 «Реорганизация обществ» устанавливает требования о раскрытии информации в отношении реорганизуемого общества, а также о возможности требования возмещения долга и убытков, связанных с реорганизацией общества. В последующих статьях федерального закона рассматривается требования к переходу прав и обязанностей, однако в рамках проектов слияний и поглощений они, в большинстве случаев, в полном объеме переходят к поглощающей компании. Стоит также указать, что большая часть проектов слияний и поглощений не приводит к реорганизации общества, и осуществляется через операции с уставным капиталом организаций. В статье 19 указывается, что общее собрание участников общества может принять решение об увеличении его уставного капитала на основании заявления третьего лица о принятии его в общество и внесении вклада. Таким образом, вместо проведения реорганизации, поглощающая и поглощаемая организации могут заключить договор об инвестициях через увеличение уставного капитала и изменении долей участия.

Федеральный закон «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ [10] устанавливает порядок осуществления слияний и поглощений акционерных обществ, через заключение

договора о слиянии, в котором подробно излагаются основные условия реорганизации. Стоит отметит, что акционерные общества редко прибегают к реорганизации, поскольку операции с ценными бумагами позволяют получить контроль над обществом через выкуп акций. В статье 84.1 ФЗ указано, что лицо, которое имеет намерение приобрести более 30 процентов общего количества голосующих акций (как обыкновенных, так и привилегированных, имеющих право голоса в соответствии с пунктом 5 статьи 32), вправе направить публичную оферту, адресованную акционерам, о приобретении принадлежащих им акций публичного общества. Согласно статье 84.2, лицо, которое приобрело более 30% общего количества голосующих акций в течение 35 дней обязано направить владельцам остальных акций публичную оферту о приобретении у них акций.

Другим важным нормативно-правовым актом является ФЗ «O защите конкуренции» [14]. Данный закон определяет порядок действий при слияниях и поглощениях в тех случаях, когда изменение собственников бизнеса может повлечь образование монополии. Важным моментом является необходимость получения согласия антимонопольного органа. Например, лицо, которое намеревается приобрести более 75% акций публичного акционерного общества, должно подать в антимонопольный орган ходатайство о приобретении более 75% акций данного акционерного общества, если такие сделки осуществляются с предварительного согласия антимонопольного органа [33]. Однако, существуют и другие положения, которые оказывают существенное влияние на проекты слияний и поглощений. Согласно пункту 8 статьи 33 согласие антимонопольного органа на осуществление сделки прекращает свое действие, если она не была осуществлена в течение года. Таким образом, крупный проект слияний и поглощений становится законодательно ограниченным по времени.

Кроме указанных законов, нормативно-правовую базу проектов слияний и поглощений составляют № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [11], ФЗ № 1032-1 «О занятости населения в Российской Федерации» [18], и прочие нормативно-правовые акты, которые регулируют те или иные аспекты деятельности проектов слияний и поглощений, включая инструкции Банка России, постановления министерств и ведомств. Также могут существовать нормативно-правовые акты местного регулирования, которые способны оказывать существенное влияние на проекты слияний и поглощений.

В рамках законодательного регулирования стоит отметить два аспекта отношений с органами государственной власти, которые требуют особого внимания со стороны предынвестиционного аналитика. Во-первых, некоторые отрасли регулируются органами государственной власти в большей степени, чем другие (водоотведение, вывоз и захоронение отходов и прочие). Если участники проекта относятся к одной из подобных

отраслей, то необходимым условием успешного проведения проекта является изучение вопросов регулирования этих видов деятельности, так как именно государственные органы через систему тарифов, ограничений и прочих мер воздействия определяют условия, в которых функционирует организация. Учитывая сложную многоуровневую систему регулирования, существующую в России, привлечение квалифицированных специалистов по тарификации является обязательным условием качественного проведения предынвестиционного анализа, так как особенности каждого вида деятельности требуют существенных знаний в регулируемых отраслях.

Во-вторых, следует выделять те отношения с государственными органами, которые носят неофициальный характер и нигде не регламентированы. Например, типичным для России случаем является ситуация, когда налоговые органы не принимают декларации по налогу на прибыль от небольших компаний, если в них заявлены убытки. Компании вынуждены показывать небольшой положительный результат, перенося убытки на следующие периоды, искажая информацию о реальном положении дел в организации. подобных неформальных требований Однако, невыполнении (пусть при необоснованных) могут возникать существенные последствия, которые затрудняют функционирование организации, например – излишне частые, регулярные и тщательные проверки, которые будут систематически выявлять нарушения в работе организации. Для предынвестиционного аналитика выявление подобных требований государственных органов является одной из приоритетных задач, но, учитывая, что они нигде не регламентированы, единственным источником для их выявления будет являться доверительное взаимодействие с заинтересованными сторонами и обсуждение указанных обстоятельств.

Регулирование отношений между важнейшими заинтересованными сторонами

Важным элементом информационной базы проекта слияний и поглощений являются контракты между поглощающей организацией и компанией-целью. Обычно, при проведении проектов заключается целая серия контрактов, реализуемых на разных стадиях проекта. Согласно п. 2 ст. 421 ГК РФ «Стороны могут заключить договор, как предусмотренный, так и не предусмотренный законом или иными правовыми актами» [5]. В настоящее время в России юридическое сопровождение проектов слияний и поглощений слабо развито, что открывает возможности для выдвижения предложений по стандартизации форм и содержания применяемых документов. В качестве стандартных договоров в рамках проектов слияний и поглощений можно предложить три стандартных вида соглашений, которые часто используются в международной практике: соглашение о

намерениях, договор о неразглашении информации, предварительный договор о поглощении. Эти документы традиционно играют важную роль в проведении предынвестиционного анализа, равно как и регулируют другие аспекты проекта, выходящие за его пределы.

Первым документом, который не всегда оформляется сторонами из-за неразвитости данной практики Российской Федерации, является «term-sheet». Этот документ может называться меморандумом о намерениях, письмом о намерениях [88], но более корректный термин для использования — это соглашение о намерениях, так как этот документ подписывается двумя сторонами сделки (обычно руководителями компании-инициатора и компании-цели). Прежде всего, соглашение о намерениях нужно, чтобы предварительно закрепить условия будущей сделки, при этом сохранив возможность отказаться от ее заключения. Следует предложить обязательное включение соглашения о намерениях в список обязательных документов при осуществлении проекта слияний и поглощений, используя для этого унифицированную форму. Примерная форма стандартизированного соглашения о намерениях разработана и приведена в приложении А. Подписывая такой документ, стороны сделки соглашаются в отношении ключевых характеристик проекта слияний и поглощений, таких как сроки, цена, периметр сделки, а также условия прекращения проекта. Также в соглашении о намерениях стороны проекта устанавливают показатели, исходя из которых будет скорректирована цена сделки, например, размер внешнего долга организации, величина чистых активов и т.п. на определенную дату в будущем или за определенный период времени. Эти значения устанавливаются индикативно, основываясь на верхнеуровневом анализе компании-цели, проводимом инвестором в начале проекта (еще до проведения предынвестиционного анализа), и переговорах с собственниками и менеджментом компании-цели, так что фактические значения показателей могут существенно отличаться от установленных. Цель соглашения о намерениях – снизить риски инвестора и компании-цели, зафиксировав значения указанных показателей, при отклонении фактических значений от договорных цена сделки будет скорректирована на сумму разницы (как в сторону уменьшения, так и увеличения). Именно соглашение о намерениях является одним из ключевых элементов информационного обеспечения предынвестиционного анализа, так как систематизирует и формализует требования ключевых заинтересованных сторон (инвестора и компании-цели) в рамках проекта. На базе соглашения о намерениях и будет проводиться предынвестиционный анализ, поскольку одной из задач такого анализа является подтверждение значений показателей, определенных в указанном соглашении или аналитическое обоснование корректировок этих показателей для заключения сделки.

Вторым типом документов, которые важны для проведения предынвестиционного анализа, являются соглашения о неразглашении информации (NDA – non-disclosure agreement). Они, зачастую, не содержат в себе необходимой конкретной информации для проведения самого предынвестиционного анализа. Однако такие соглашения играют крайне важную роль, так как излагают важнейшие требования ко всем участникам проекта, касающиеся обеспечения информационной безопасности, поскольку в рамках проекта участникам предоставляется доступ к внутренним конфиденциальным сведениям. Любое Федеральным соглашение о неразглашении информации регулируется № 98-ФЗ «О коммерческой тайне» [13]. Чтобы данное соглашение имело юридическую силу, нужно выполнять требования указанного закона, т. е. установить режим конфиденциальной информации. Согласно п. 1 ст. 10 Закона [13] необходимо определить перечень информации, составляющей коммерческую тайну, установить порядок обращения с ней и ограничить доступ к такой информации, а также перед тем, как передать информацию получателю, необходимо нанести ее на материальные носители или документы гриф «Коммерческая тайна» и указать обладателя информации. Следует отметить, что хотя соглашение о неразглашении не определяет условия проекта, его наличие является минимальным критерием соблюдения информационной безопасности. При проведении предынвестиционного анализа нужно учитывать, какими методами и какую информацию можно собирать, кому и как передавать, именно эти аспекты и включаются в соглашение о неразглашении информации. Нарушение требований соглашения о неразглашении информации может повлечь существенные штрафы, судебные разбирательства, репутационные риски и прочие негативные последствия для всех участников проекта.

Третьим важным документом является предварительный договор. Стоит указать, что этот документ должен быть сформирован либо после, либо в процессе проведения предынвестиционного анализа. Этот документ крайне схож с соглашением о намерениях, но предварительный договор обязывает стороны заключить договор, в нем оговариваются точные детали сделки, такие как юридическая информация об объекте купли-продажи. Наличие предварительного договора позволяет понудить контрагента к заключению основного договора (п. 5 ст. 429 ГК РФ), в связи с этим в соглашении о намерениях обычно указывается, что оно не является предварительным договором. Роль предварительного договора заключается в нивелировании рисков отмены проекта, когда вся внутренняя информация компании-цели уже доступна инвестору, это соглашение гарантирует добросовестность намерений покупателей. В связи с этим целесообразным является сделать предварительный договор одним из обязательных документов при проведении проектов

слияний и поглощений, позволяющим минимизировать негативные социальноэкономические эффекты от проекта. Для предынвестиционного анализа предварительный
договор является важной частью проекта, так как, обычно, до заключения этого договора
компания-цель не предоставляет информацию, которая составляет коммерческую тайну и
может быть использована инвестором в целях дальнейшей конкуренции с компаниейцелью. Кроме этого, в предварительном договоре также изложены фактические требования
участников проекта друг к другу, аналогично соглашению о намерениях, но в указанном
договоре используются уже уточненные в процессе предварительного этапа
предынвестиционного анализа показатели. Форма предварительного договора аналогична
форме соглашения о намерениях, но его содержание дополнено конкретной юридической
информацией о сделке.

Однако, кроме указанных договоров, важнейшей составляющей информационной базы для предынвестиционного анализа является контракт об оказании консультационных услуг между заказчиком (поглощающей компанией) и профессиональными исполнителями предынвестиционного анализа. Формальное название контракта может быть разным и зависит от деловой практики консалтинговых компаний, часто используется нейтральная формулировка «Договор на оказание консультационных услуг», недостаточно отражающая суть этого документа. Следует предложить унифицированную формулировку «Договор на проведение предынвестиционного анализа», если предмет договора соответствует предложенному определению этого вида деятельности. Отличительной особенностью проектов слияний и поглощений должно являться наличие именно такого контракта, так как в нем определяются взаимные обязательства инвестора и консультантов-аналитиков в рамках проекта: компании, подлежащие проверке, объем, сроки, виды работ и услуг, которые будут оказаны консультантами заказчику, а также обязательства инвестора по оплате оказанных услуг по проведению предынвестиционного анализа. Стоит отметить, что все указанные положения договора являются результатом обсуждения с заказчиком, так как данный вид деятельности не стандартизирован и в зависимости от ситуации может состоять из абсолютно разного набора услуг, начиная от выборочного анализа ключевых контрактов, заканчивая полной всесторонней предынвестиционной проверкой компании-цели.

Стоит отметить еще одну особенность контрактной базы слияний и поглощений — ее динамичность. В отличие от законодательной базы, изменения в которой всегда заранее известны, и внешних источников информации, на которые ключевые участники проекта не могут оказать влияние, контрактная основа проекта может быть неоднократно изменена. Так, объектом (целью) проектов слияний и поглощений часто являются группы компаний, и в ходе проведения предынвестиционного анализа может быть обнаружено, что большая

часть операций эти компании осуществляют либо внутри группы, либо с взаимосвязанными сторонами. В таком случае периметр предынвестиционного исследования может быть изменен как в сторону увеличения количества исследуемых организаций, так и наоборот. Это делается для того, чтобы составить реальное представление об организации, показать, как цель будет функционировать после проведения сделки. Например, для некоторых групп компаний обычной схемой деятельности является производство каких-либо товаров и продажа их связанным сторонам, которые первоначально не включаются в периметр сделки. Для понимания реальной структуры клиентов необходимым является расширение периметра сделки для включения в нее связанных сторон, или, в крайнем случае, временный доступ к данным для проведения предынвестиционного анализа.

Кроме периметра сделки изменению могут подвергнуться любые условия контракта – наиболее часто меняются сроки проекта, в связи с затянувшимися переговорами или, как было сказано ранее, с увеличением объема работ. Часто в процессе проведения предынвестиционного анализа у заказчиков возникает желание подробно изучить определенный аспект деятельности организации-цели, в таком случае контракт может быть дополнен новым объемом работ. Следует отметить, что при проведении предынвестиционного анализа исполнителями обычно являются профессиональные консультанты, оплата услуг которых рассчитывается на повременной основе. В связи с увеличением объема работ новый контракт может не заключаться, и даже дополнительное соглашение может не оформляться к первоначальному договору, вместо этого расширение объема работ согласовывается напрямую с заказчиком в устной и письменной формах, обычно в рамках деловой переписки. Таким образом, требования ключевых заинтересованных сторон обычно систематизированы в формальных контрактах, заключаемых между всеми участниками процесса, или в неформальных источниках информации (деловая переписка, встречи, телефонные разговоры и прочее). Следует еще раз выделить динамичность данной информации – она может крайне часто меняться на протяжении всего проекта.

Бухгалтерская отчетность как главный источник информации в проектах слияний и поглощений.

В проектах слияний и поглощений первым источником информации, который получает в свое распоряжение потенциальный инвестор, является именно бухгалтерская отчетность. Из бухгалтерской отчетности можно подчерпнуть различную информацию о финансовом состоянии организации, структуре ее активов, долга и финансовых результатов. Основной отличительной чертой бухгалтерской отчетности от прочих

источников информации является то, что она унифицирована (положение по бухгалтерскому учету ПБУ 4/99 «Бухгалтерская отчетность организации» устанавливает состав бухгалтерской отчетности организаций, являющихся юридическими лицами по законодательству Российской Федерации) и позволяет сравнивать различные организации между собой. Главное достоинство отчетности состоит также в том, что бухгалтерский учет, на котором она основывается, носит сплошной, непрерывный, взаимосвязанный и строго документированный характер [16].

Следует отметить, что именно бухгалтерская отчетность является отправной точкой предынвестиционного анализа коммерческих организаций. Особое значение приобретает наличие или отсутствие аудиторского заключения по отчетности, поскольку предынвестиционный анализ не заменяет аудиторские процедуры, а лишь позволяет глубже структуру бизнеса организации. Зачастую В отчете ПО результатам ПОНЯТЬ предынвестиционного анализа обозначаются риски, которые происходят из некорректно проведенных аудиторами процедур, и высказывается мнение о качестве полученной информации. Именно основываясь на достоверности бухгалтерской отчетности строится весь дальнейший предынвестиционный анализ (различие целей и задач аудита и предынвестиционного анализа было описано ранее в первой главе диссертационного исследования).

Не менее важной информацией для анализа являются требования ключевых участников проекта, что снова позволяет выделить важность теории заинтересованных сторон. Основные моменты, которые можно подчерпнуть из бухгалтерской отчетности, позволяют конкретизировать переговоры о цене проведения сделки и привязать их к определенным финансовым показателям: уровень рабочего капитала, чистый долг организации, выручка, чистая прибыль, *EBIT(DA)*. Обычно целью предынвестиционного анализа является проверка корректности данных значений, нормализация их уровней и получение предложений по их корректировкам. Необходимо также уточнить, что в реальных проектах слияний и поглощений участники проекта обычно не рассчитывают какие-либо коэффициенты, исследуемые классическим финансовым анализом, такие как показатели рентабельности и ликвидности. В то же время, эти параметры присоединяемого бизнеса несут ценнейшую информацию для принятия решений инвестором. Отсюда возникает закономерное предложение о введении системы показателей эффективности деятельности организаций в практику предынвестиционного анализа как обязательного элемента отчета по результатам проделанной работы.

Основной проблемой в настоящее время является отсутствие в научной литературе, как в российской, так и в международной, стандартизированной терминологии и методов

расчета таких показателей как «чистый долг», «чистый оборотный капитал» или «рабочий капитал». Более того, такие общеизвестные термины как «административные расходы», «себестоимость продукции» могут включать в себя абсолютно разные элементы. Данное отсутствие стандартизации может быть обосновано тем, что компании, осуществляющие свою деятельность в разных сферах рыночной экономики, имеют различные профили деятельности и кардинально разную структуру издержек. Однако из этого проистекает существенная для инвестора проблема — непрозрачность затрат, которые компания несет в процессе своей деятельности. При расчете значений на основании бухгалтерской отчетности, которые используются участниками проекта слияний и поглощений, может быть использована разная методология, что может привести к формированию некорректного впечатления об организации у ключевых заинтересованных сторон. Следует предложить создание унифицированных алгоритмов и методик по расчету аналитических показателей, которые будут применяться в проектах слияний и поглощений.

Одной из целей предынвестиционного анализа является представление бухгалтерской отчетности в доступной для понимания форме, иными словами — составление аналитического баланса, который представляет из себя альтернативную группировку привычных статей бухгалтерской отчетности в соответствии с их экономической природой, а не только по степени ликвидности. Аналитический баланс позволяет без дополнительных расчетов узнать уровень капитала, необходимого организации для поддержания своей деятельности, а также оценить уровень ее закредитованности.

Бухгалтерские базы данных и контракты с контрагентами

Главная проблема современной информационной базы предынвестиционного анализа состоит в том, что систематизированной информации о всех заинтересованных сторонах компании и их требованиях не существует. Сбор и систематизация такой информации должны осуществляться бизнес-аналитиком внутри каждой из компаний, участвующих в проекте, однако из-за неразвитости бизнес-анализа в большинстве российских компаний, эти обязанности ложатся на исполнителей предынвестиционного анализа, которые должны получить необходимую информацию в рамках проекта.

Наибольшее количество финансовой информации можно подчерпнуть из бухгалтерских баз данных и контрактов с контрагентами. Именно из них можно получить детальные сведения о требованиях сторон, входящих во вторую группу участников (не обладающих одним из атрибутов власти): покупателей, поставщиков, кредиторов, работников организаций и прочих. Следует уточнить, что прямой доступ к бухгалтерским

данным или контрактам не всегда возможен, так как некоторые поглощаемые компании не желают раскрывать внутреннюю информацию до осуществления сделки по слиянию или поглощению. В таком случае компании предоставляют аналитикам по их запросам лишь целевые выгрузки из баз данных (из бухгалтерского или управленческого учета) или фрагменты контрактов, зачастую убирая или заменяя на произвольные номера реальные названия всех контрагентов. Однако такое предоставление информации не слишком затрудняет осуществление предынвестиционного анализа, поскольку структура доходов и расходов в разрезе контрагентов остается неизменной, но это накладывает ограничения на результаты анализа, так как обусловливает невозможность проверки контрагентов на взаимосвязанность, добросовестность.

Разумеется, основной упор исполнители предынвестиционного анализа будут делать на исследовании контрактной базы и учета компании-цели, так как основной целью предынвестиционного анализа является именно создание представления о бизнесе у инвестора. Информация, которую можно подчерпнуть из контрактов и бухгалтерских баз данных включает в себя ключевые заинтересованные стороны исследуемой организации (деловые партнеры, сотрудники и прочие лица), а также конкретные требования, которые стороны контракта предъявляют друг к другу (включая суммы, сроки, последствия неисполнения и прочие атрибуты требований заинтересованных сторон).

Подводя итог параграфу 2.2, можно сделать вывод, что информационная база предынвестиционного анализа характеризуется следующими особенностями:

- унифицированной информационной базы проекта слияний и поглощений не существует, каждый проект характеризуется своими особенностями, обусловленными составом участников, отраслью, географическим расположением и прочими;
- государственное регулирование предынвестиционного анализа неразвито,
 что позволяет говорить о необходимости регламентации и стандартизации этого вида деятельности;
- регулирование отношений между заинтересованными сторонами оформляется неунифицированным набором документов, различных по содержанию.
 Автором предложен минимальный необходимый набор документов, который следует оформлять в рамках любого проекта слияний и поглощений;
- для расчета аналитических показателей используются различные методы, интерпретация и сопоставление представленных в отчетах данных являются затруднительными. Поэтому, крайне важно обосновать унифицированные алгоритмы расчета, например, таких показателей как как «чистый долг» и «чистый оборотный капитал».

Решение указанных проблем информационного обеспечения предынвестиционного анализа необходимо предложить в рамках диссертационного исследования.

2.2 Интеграция положений теории устойчивого развития в процедуры предынвестиционного анализа

Предынвестиционный анализ включает в себя широкий спектр действий и услуг, которые могут проводиться в зависимости от желаний заказчика (поглощающей компании). Большинство авторов выделяют следующие основные виды предынвестиционного анализа:

- финансовый предынвестиционный анализ, который является «классическим» видом предынвестиционного анализа и направлен на выявление экономических рисков, затрагивает все материальные аспекты деятельности, то есть хозяйственное и имущественное состояние, положение в финансовой сфере, состояние денежных расчетов и т.д.;
- налоговый (фискальный) предынвестиционный анализ часто проводится как часть экономического, в частности, финансового, исследования. Направлен преимущественно на изучение налоговых рисков, связанных с неуплатой налогов, пени и штрафов, а также с вероятностью доначисления налогов при применении схем оптимизации налогообложения, неправомерном применении налоговых льгот [89];
- правовой или юридический предынвестиционный анализ позволяет оценить правомерность владения активами компании-цели, а также вероятность ущерба от судебных тяжб;
- технический предынвестиционный анализ направлен на исследование информационных, производственных и прочих систем, участвующих в деятельности организации-цели;
- маркетинговый дью-дилидженс включает в себя исследование системы мер,
 обеспечивающих устойчивый сбыт, системы продвижения товаров, управления персоналом и т.д.;
- экологический предынвестиционный анализ предполагает проверку соблюдения порядка пользования природными ресурсами.

Следует отметить, что предынвестиционный анализ, как относительно новый и не стандартизированный инструмент сделок слияний и поглощений, адаптируется к условиям рыночной экономики и охватывает те рисковые области, которые становятся интересными не только для заказчиков, но и для различных групп других заинтересованных сторон. В

связи с этим возможно появление и распространение новых, не перечисленных выше видов предынвестиционного анализа.

Слияния и поглощения, как правило, порождают социальные проблемы, такие как возросшая безработица, снижение заработной платы, коррупция и бюрократия и прочие. Особенно негативные эффекты заметны в случаях общественно значимых проектов, в том числе касающихся градообразующих предприятий, федеральных компаний и прочих. В связи с этим встает необходимость оценки социально-экономических последствий проектов слияний и поглощений, важность этого вида предынвестиционного анализа несомненна, особенно для органов государственной власти, действия которых должны быть направлены на борьбу с негативными явлениями в социальной сфере. Несмотря на актуальность подобных исследований, социально-экономический предынвестиционный анализ почти не упоминался в отечественной литературе. Поэтому логично предложить новое направление аналитических исследований — предынвестиционный анализ устойчивого развития, который позволит расширить область применения этой услуги и использовать ее результаты в интересах не только бизнеса, но и общества в целом.

В научной литературе под устойчивым развитием понимается долгосрочная стратегия бизнеса, направленная на обеспечение непрерывности деятельности компании, а также на комплексное соблюдение требований, предъявляемых к организации ключевыми заинтересованными сторонами в социальных, экономических и экологических аспектах [117]. Крупные отечественные корпорации уже не первый год публикуют отчетность об устойчивом развитии. Однако, учитывая специфику российской экономики, можно с уверенностью говорить, что основной целевой аудиторией отчетности об устойчивом развитии являются международные инвесторы, а также иностранные акционеры, которые уделяют ей повышенное внимание. Несомненно, заботясь об устойчивом развитии, компания становится привлекательной для долгосрочных инвестиций, но нестабильность развития экономики России заставляет инвесторов осуществлять преимущественно краткосрочные вложения. Более того, для мелкого и среднего бизнеса горизонт долгосрочного планирования обычно не превышает одного года, что не позволяет говорить о каких-либо реальных перспективах устойчивого развития. Таким образом, тенденции соответствия критериям устойчивого развития уже существуют в российской экономике, однако они преимущественно затрагивают крупный бизнес и межнациональные корпорации.

Интеграция концепции устойчивого развития в методические положения предынвестиционного анализа является закономерным шагом для развития услуг в данной области [104]. В настоящее время анализ отдельной части бизнеса, например,

бухгалтерского учета, не позволяет в полной мере создать у инвестора представление о бизнесе компании-цели. Ключевые участники проектов слияний и поглощений все чаще предпочитают всестороннее исследование объекта инвестирования. Объем работ по предынвестиционному анализу каждого проекта может включать абсолютно разные направления исследований, но для оценки долгосрочного развития бизнеса необходимыми областями бизнеса для последующего изучения будут являться налоговые, финансовые и юридические аспекты. Проведенное исследование показывает неоспоримую перспективность создания комплексного продукта, включающего всесторонний анализ выполнения критериев устойчивого развития. Предынвестиционный анализ устойчивого развития имеет потенциал для выхода на международный рынок аудиторскоконсалтинговых услуг в качестве нового направления деятельности, сконцентрированного на анализе долгосрочной инвестиционной привлекательности организации-цели слияния или поглощения.

Несмотря на то, что в отечественной экономической литературе уже разрабатывались идеи синтеза предынвестиционного анализа и теории устойчивого развития [108], исследования отечественных авторов были направлены на использование инструментария дью-дилидженс для принятия решений о минимизации воздействия организации на окружающую среду. Ранее не поступало предложений о создании комплексного инструмента, позволяющего осуществить анализ инвестиционной привлекательности компании-цели слияния или поглощения или оценить потенциал долгосрочного развития организации.

Следует дать уточненное определение предынвестиционному анализу устойчивого развития. Предынвестиционный анализ устойчивого развития — это всестороннее комплексное исследование деятельности организации-цели, осуществляемое на договорных началах, направленное на создание объективного и достоверного представления о долгосрочных перспективах бизнеса у заинтересованных сторон, включающее в себя анализ экономических, социальных и экологических факторов на соответствие критериям развития, как текущего, так и будущего [104].

Необходимо отметить, что ключевым элементом предынвестиционного анализа устойчивого развития является определение соответствия состояния организации требованиям ключевых заинтересованных сторон, выдвигаемых к бизнесу. Именно через выполнение требований заинтересованных сторон возможно достижение бесконфликтного развития бизнеса. А бесконфликтное долгосрочное устойчивое развитие является одним из важнейших приоритетов современных инвесторов и других заинтересованных сторон сделок слияний и поглощений [112].

В процессе предынвестиционного анализа устойчивого развития самой важной составляющей информационной базы считается отчетность об устойчивом развитии, которая в России регулируется «Социальной хартией российского бизнеса», принятой Съездом Российского союза промышленников и предпринимателей в 2004 году [71; 111]. Для составления отчетности большая часть компаний опирается на принципы GRI (Global Reporting Initiative или Руководства по отчетности в области устойчивого развития) [114], хотя российские стандарты в большинстве своем соответствуют Международному стандарту ISO 26000 «Руководство по социальной ответственности» [1]. Основываясь на принципах GRI, определяющих содержание отчета об устойчивом развитии, компании раскрывают в своей отчетности данные, отражающие ожидания и интересы ключевых стейкхолдеров [113]. Раскрытие указанных показателей значительно упрощает проведение предынвестиционного анализа устойчивого развития, так как исполнителям анализа не нужно определять и систематизировать требования стейкхолдеров самостоятельно. Отчетность об устойчивом развитии публикуют многие транснациональные корпорации, однако найти подобные данные в отношении российских компаний малого и среднего бизнеса почти невозможно. Это связано со значительными затратами на подготовку отчётности об устойчивом развитии. Для малого бизнеса создание такой отчетности является непозволительной роскошью, которая в большинстве случаев не окупается. Крупные корпорации могут рассчитывать на привлечение средств международных инвесторов, за счет которых нивелируются затраты на подготовку отчетности об устойчивом развитии. Для мелкого и среднего бизнеса объем привлекаемых средств может оказаться совершенно непропорционален издержкам на подготовку отчетности об устойчивом развитии, что позволяет говорить о ее нецелесообразности. При отсутствии отчетности об устойчивом развитии все данные предынвестиционным аналитикам приходится собирать самостоятельно, используя при этом все имеющиеся в распоряжении источники информации. Учитывая большое количество статистических отчетов, которые необходимо сдавать в различные внебюджетные фонды, часть данных уже собрана в готовом виде и может быть использована в процессе предынвестиционного анализа.

Предваряя исследования показателей устойчивого развития, следует уточнить, что негативные тенденции некоторых показателей не являются достаточным основанием для отказа от проекта слияний и поглощений. Важно донести до инвестора информацию о том, что предметом предынвестиционного анализа устойчивого развития является не столько изучение динамики отдельных показателей и выявление тренда, а скорее описание существующих проблем бизнеса, решение которых позволит добиться дальнейшего

устойчивого развития новой, образованной по окончании проекта слияний и поглощений, компании.

Мотивы слияний и поглощений могут быть совершенно разными. Слияния или поглощения могут быть направлены на получение нефинансовых преимуществ, даже в ущерб экономической эффективности существующего бизнеса. Однако, если поглощаемая компания в роли нового подразделения будет генерировать исключительно убытки, то возможно появление долгосрочных рисков для существования поглощающей организации. В таком случае соблюдение критериев социального и экологического характера для достижения устойчивого развития становится немыслимым без экономической эффективности новой бизнес-системы, получаемой после окончания проекта слияния или поглощения. Этот тезис может показаться спорным, однако если бизнес убыточен или находится на грани самоокупаемости, то ценность поддержания работы поглощаемой компании для потенциальных инвесторов становится сомнительной. Учитывая, что часть средств, вложенных в оборотный капитал, не может быть извлечена из бизнеса, то становится очевидным, что использование средств альтернативными способами будет приносить собственникам компании большую пользу. Владельцы бизнеса будут заинтересованы в улучшении экологических и социальных аспектов деятельности своей организации только в том случае, если это напрямую влияет на получаемую от бизнеса прибыль. В данном случае речь идет не о выполнении минимальных требований различных государственных органов, которые компания обязана соблюдать, а о других добровольных улучшениях, например, о создании дополнительных очистных сооружений, которые позволят платить меньшую государственную пошлину за пользование природными ресурсами. В этом контексте можно говорить только о коммерческих организациях, так как некоммерческие организации зачастую не могут обеспечить достаточный уровень прибыли, чтобы существовать без внешней финансовой помощи. Таким образом, финансовая стабильность и прибыльность организации выходят на первый план в процессе предынвестиционного анализа устойчивого развития, а выполнение остальных критериев устойчивого развития становится невозможным без достижения целевых экономических показателей бизнеса.

Хотя для каждого конкретного проекта или бизнеса экономические критерии устойчивого развития могут быть уникальными, можно выделить следующие экономические показатели, которые могут служить универсальными индикаторами:

увеличение оборота и выручки, позволяющее говорить о росте объемов бизнеса;

- рост количества небольших покупателей (диверсификация продаж, сокращение доли услуг, приходящихся на единственного покупателя), свидетельствующий о стабилизации положения компании как поставщика;
- снижение себестоимости товаров и услуг через использование наукоемких технологий;
 - минимизация сопутствующих расходов на поддержание бизнеса;
 - отсутствие единоразовых значительных расходов;
 - рост показателей чистой прибыли (в результате перечисленного);
 - стабильные или растущие вложения в основные средства;
 - прогнозируемые изменения оборотного капитала;
- приемлемый уровень финансовых показателей (независимости, платежеспособности, самофинансирования);
 - прочие критерии, позволяющие судить о развитии бизнеса.

Разумеется, все перечисленные показатели необходимо анализировать в динамике, так как значение показателя на определенную дату не поможет создать объективное представление об изменениях бизнеса. Предынвестиционный анализ устойчивого развития должен быть направлен на изучение как исторических данных, так и прогнозных. Именно на прогнозных данных должен быть сосредоточен основной набор процедур предынвестиционного анализа. Это связано с тем, что после окончания проекта слияний и поглощений и последующей успешной реорганизации денежные потоки претерпевают существенные изменения. Дублирующие бизнес-функции поглощаемой и поглощающей компаний могут быть ликвидированы, что повлечет за собой как изменение расходов, так и, вероятно, изменение структуры доходов. В результате, показатели бизнеса могут существенно измениться в течение короткого отрезка времени после заключения следки по слиянию или поглощению, что позволяет говорить о том, что исторические результаты поглощаемого бизнеса часто не играют роли для инвестора.

Следовательно, ключевые процедуры предынвестиционного анализа устойчивого развития в первую очередь должны быть сконцентрированы в области прогнозов развития бизнеса. Неотъемлемой частью анализа может являться экспертиза бизнес-модели, бизнеспланов и стратегии поглощаемой организации. Роль предынвестиционного анализа устойчивого развития при этом преимущественно заключается в тестировании предпосылок данных инструментов, так как в дальнейшем они могут использоваться при оценке бизнеса по завершении сделки. На практике предпосылки финансовых моделей, за редким исключением, являются ни на чем не основанными. Базой для создания прогноза

часто выступает профессиональное суждение высшего руководства, которое редко подвергается критике. Однако, в рамках предынвестиционного анализа необходимо проявлять профессиональный скептицизм, который позволит определить пессимистичные варианты развития событий. Отчет о результатах предынвестиционного анализа устойчивого развития может включать различные ожидаемые сценарии поведения бизнеса в долгосрочной перспективе и оценку вероятности их наступления.

Убедившись, что поглощаемая компания сможет генерировать достаточный для целей инвестора денежный поток, можно переходить к изучению социального аспекта деятельности организации. Важность социальных гарантий, которые могут быть предоставлены сотрудникам, нельзя недооценивать. Благополучие персонала - важный элемент долгосрочного развития бизнеса, поскольку имидж социально ответственной организации позволит компании сохранить существующие трудовые ресурсы и привлечь новые без значительных дополнительных затрат. Если руководство компании заинтересовано в благоприятных условиях труда и развитии потенциала сотрудников, то рабочие места могут стать привлекательными для высококвалифицированных сотрудников, даже если уровень заработной платы менее среднерыночного.

Однако, говоря о социальных критериях развития в рамках предынвестиционного анализа, нельзя упускать из виду сопоставимость предлагаемых условий в поглощающей и поглощаемой компаниях. Проблема проектов слияний и поглощений может заключаться в превалировании социальных преференций в одной из компаний-участников проекта. Если поглощающая компания не предоставляет некоторые бонусы, льготы или социальные гарантии своим сотрудникам, то после завершения сделки по слияниям или поглощениям необходимо будет уравнять социальные условия в новых и существующих подразделениях. Таким образом, в рамках предынвестиционного анализа устойчивого развития необходимо проводить исследование как исторических изменений и долгосрочных планов, так и среднерыночных показателей, так как нельзя допустить, чтобы уровень социальных условий компании был хуже, чем средний по отрасли.

Для выделения показателей социального развития организации можно обратиться к «Прогнозу долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года» [30], который охватывает широкий спектр вопросов устойчивого развития. Бенчмарком, используемым для анализа социального развития организации, можно выбрать один из сценариев, описанных в Прогнозе. Учитывая динамику экономики России, целесообразным представляется выбор консервативного варианта развития с самыми низкими прогнозируемыми темпами роста.

Могут быть выделены следующие критерии социального развития организации:

- рост количества рабочих мест;
- ежегодное увеличение реальной заработной платы не менее, чем на 4,1% [30, п. 4.1];
- соответствие большей части рабочих мест критериям высокопроизводительных рабочих мест (ВПРМ) с заработной платой не менее 80 тыс. руб.
 [30, Врезка 2];
 - социальное равноправие;
- внедрение и совершенствование программ повышения квалификации,
 охраны труда и здоровья [83];
- падение уровня профессиональной заболеваемости и смертности (применительно к производству);
 - создание и поддержка развития корпоративной культуры;
 - прочие социальные критерии.

Экологические аспекты представляют собой третью часть предынвестиционного анализа устойчивого развития. Исследование экологической составляющей устойчивого развития осложняется тем, что специалисты по проведению предынвестиционного анализа часто не обладают достаточной квалификацией для оценки воздействия поглощаемой организации на окружающую среду. Это приводит к необходимости привлечения внешних экспертов, которые могут дать свое профессиональное суждение о текущем состоянии и перспективах бизнеса в области экологии. Более того, в рамках развития предынвестиционного анализа экологических аспектов деятельности организации важно сопоставить экологические инициативы поглощающей и поглощаемой компаний, так как возможно дублирование запланированных экологических мероприятий. Без необходимых технических знаний об изучаемой отрасли подготовка достоверного отчета является затруднительной.

В отличие от экономических и социальных аспектов, экологический аспект в основном относится к предприятиям реального сектора экономики, поскольку, не имея собственного производства, компании почти не оказывают воздействия на окружающую среду. В данном случае следует уточнить, что даже компании, не имеющие своего производства или осуществляющие деятельность, связанную с нематериальными активами, могут осуществлять различные мероприятия, направленные на минимизацию своего воздействия на экологию. Например, использование электронного документооборота вместо бумажного, отказ от автотранспорта в пользу альтернативных, более экологичных вариантов и прочие инициативы.

При предынвестиционном анализе промышленных предприятий следует руководствоваться соблюдением критериев устойчивого развития. Прежде всего, важно проанализировать стратегические показатели, такие как планы инвестирования в основные средства, поскольку зачастую экологичность производства напрямую зависит от используемого оборудования. Обновление производственных мощностей позволяет организациям осуществлять свою деятельность, постоянно минимизируя влияние на окружающую среду.

Критериями экологического развития промышленных организации могут являться:

- снижение уровня воздействия на окружающую среду до допустимого;
- модернизация производства, ориентированная на переход организации на безотходное или малоотходное производство [38; 82];
- переработка и вторичное использование отходов или безопасная утилизация отходов, не подлежащих переработке;
 - устранение накопленных загрязнений, рекультивация территории;
- создание служб для организации мониторинга динамики экологических показателей (экологический аудит);
- увеличение уровня информационной открытости в части воздействия на окружающую среду (публикация экологической отчетности или отчетности об устойчивом развитии);
- прочие показатели, позволяющие сделать выводы об экологическом развитии организации.

Однако, исследуя экологические инициативы, нельзя упускать из внимания их стоимость. Крайне важно, чтобы бизнес инвестировал средства в экологию, однако подобные мероприятия должны приносить сопоставимый с используемыми средствами эффект. Законом № 219-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об охране окружающей среды» и отдельными законодательными актами Российской Федерации» [17, п. 1.5 ст. 259.3 НК РФ] устанавливается, что налогоплательщики вправе применять к основной норме амортизации специальный коэффициент в отношении амортизируемых основных средств, относящихся к основному технологическому оборудованию, эксплуатируемому в случае применения наилучших доступных технологий. Возможность получения государственной поддержки вследствие модернизации производства является интересной возможностью ДЛЯ инвесторов повысить свою инвестиционную привлекательность, одновременно с этим обновляя производственные мощности и поддерживая имидж экологически-ответственной организации.

результате проведенного исследования можно говорить о том, предынвестиционный анализ устойчивого развития обладает огромным практическим потенциалом и способен стать активно развивающейся коммерческой услугой. Однако, следует отметить, что в настоящее время потенциал использования предынвестиционного анализа устойчивого развития существует преимущественно на международных рынках и для крупных компаний. Данный продукт будет являться достаточно дорогим к приобретению, поскольку пакет услуг включает в себя разностороннее исследование организации, требующее привлечения специалистов из разных отраслей. Очевидно, что небольшое количество экспертов обладает исчерпывающими знаниями в налогах, бухгалтерском учете, экологических, производственных и социальных показателях одновременно. Для проведения комплексной экспертизы потребуется задействовать существенное количество трудовых ресурсов, что значительно увеличит стоимость консультационных услуг. При существующей тенденции к экономии на транзакционных издержках присутствует высокая вероятность отказа поглощающей компании от какоголибо аспекта анализа. В связи с этим, реальное внедрение предынвестиционного анализа устойчивого развития в условиях стагнации отечественного рынка консультационных услуг потенциально может быть отложено на неопределенный срок, в то время как его инструментарий и сегодня может быть использован для транснациональных сделок. Тем не менее, при стандартизации предынвестиционного анализа следует предусмотреть этот вид услуг, что позволит заложить основы для его потенциального применения.

2.3 Организационные этапы и процедуры проведения предынвестиционного анализа

Эффективность любой аналитической работы в значительной мере зависит от ее организации. Это характерно и для предынвестиционного анализа. Основная проблема проведения такого анализа состоит в отсутствии стандартизации и контроля его качества как особого вида консультационных услуг, что приводит к многочисленным негативным эффектам, среди которых можно выделить следующие:

- отчеты исполнителей предынвестиционного анализа не сопоставимы, так как
 они отличаются по составу проведенных процедур и по методам расчетов показателей;
- аналитики не несут ответственности (кроме репутационной) за недостоверную информацию. Учитывая конфиденциальный характер сделок по слияниям и поглощениям, сведения и некачественных процедурах редко становятся достоянием общественности;

- из-за отсутствия профессионального стандарта по предынвестиционному анализу его исполнители могут не обладать необходимыми компетенциями и не иметь достаточной квалификации, являясь профессионалами других смежных областей, таких как аудит или бухгалтерский учет;
- затруднена профессиональная подготовка специалистов по предынвестиционному анализу, так как учебные заведения не имеют ориентиров при разработке соответствующих учебных программ.

Для решения выделенных проблем предлагается осуществить следующие основные мероприятия:

- а) разработать стандартизированную методику проведения предынвестиционного анализа. Предлагаемая методика проведения предынвестиционного анализа будет подробно описана в отдельном параграфе и будет содержать рекомендации по стандартизации рассчитываемых показателей и проводимых аналитических процедур;
- б) создать саморегулируемую организацию профессиональный институт предынвестиционных аналитиков, ответственный за контроль данного вида деятельности. Как уже упоминалось ранее, исполнителям предынвестиционного анализа необходимо иметь достаточную квалификацию. В рамках настоящего исследования был разработан проект профессионального стандарта «Предынвестиционный аналитик», приведенный в приложении В, который включает в себя характеристики трудовых функций и должностные обязанности, особые знания и умения, необходимые для осуществления этого вида деятельности. Отличительной особенностью предынвестиционного анализа будет являться расположение этой деятельности на стыке аудита (стандарт 08.023) [25] и бизнеснанлиза (стандарт 08.037) [28], поскольку профессиональные стандарты перечисленных видов деятельности не описывают в полной мере трудовые функции предынвестиционного аналитика, те знания, умения и профессиональную подготовку, которые ему необходимы.

Предынвестиционный анализ должен охватывать обширный спектр вопросов, некоторые из которых можно сформулировать следующим образом [105]:

- 1) какие риски возьмет на себя инвестор при покупке компании цели и как можно их избежать или минимизировать?
 - 2) какие выгоды получит инвестор, если сделка состоится?
- 3) какие расходы необходимы для поддержания текущего уровня функционирования компании?
- 4) что необходимо изменить в организации для достижения устойчивого развития?

5) какие условия целесообразно заложить в предполагаемую сделку, чтобы удовлетворить требования ее ключевых заинтересованных сторон?

Аудитор, бухгалтер или бизнес-аналитик в рамках своей традиционной профессиональной работы не могут ответить на эти вопросы, так как их деятельность сосредоточена на других проблемах бизнеса. Предынвестиционный аналитик должен сочетать в себе как умения всех перечисленных специалистов для оценки как текущего состояния компании и рисков, которые возьмет на себя инвестор в рамках проекта, так и для вынесения предложений по достижению устойчивого развития через соблюдение требований ключевых заинтересованных сторон сделок *М&A*. Это подчеркивает актуальность разработки профессионального стандарта специалиста по предынвестиционному анализу, ориентированного на специфику его задач.

Необходимость (CPO) создания саморегулируемой организации предынвестиционных аналитиков – это спорный момент, который способен привести к дополнительных надзорных органов И К большей бюрократизации созданию предынвестиционного анализа. Поэтому может показаться, что предлагаемые меры излишни, поскольку в соответствии с Федеральным законом «Об аудиторской деятельности» [15, ст. 10 п.5] внешний контроль качества работы аудиторских организаций, которые в настоящий момент осуществляют предынвестиционный анализ, уже осуществляют саморегулируемые организации аудиторов в отношении своих членов, а также уполномоченный федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий функции по контролю и надзору в финансово-бюджетной сфере (Федеральное казначейство). Однако такого рода надзор и контроль осуществляются только в отношении аудиторской деятельности, в особенности в отношении обязательного аудита. Надзор за осуществлением консультационной деятельности или сопутствующих аудиту услуг, к которым относится предынвестиционный анализ, в данный момент не проводится, соответственно проблема регулирования этого вида деятельности остается нерешенной, нанося ущерб интересам отечественного бизнеса. Это требует создания соответствующих профессиональных стандартов и общественного института координации деятельности предынвестиционных аналитиков;

в) разработать критерии оценки качества оказания услуг по предынвестиционному анализу. В настоящий момент требования к качеству этого вида деятельности сводятся к соблюдению п. 5.45 требований «Классификатора нарушений и недостатков, выявляемых в ходе внешнего контроля качества работы аудиторских организаций, аудиторов» [31]. Критерии качества «Заданий по выполнению согласованных процедур в отношении финансовой информации», сводятся к тому, процедуры должны быть адекватно

спланированы и выполнены с наличием надлежащих доказательств и документации. Перечень и содержание работ остаются на усмотрение сторон договора на оказание услуг. Для решения проблем стандартизации предынвестиционного анализа можно предложить четкие универсальные критерии, которые позволят определить качество подготовленного отчета:

- главным критерием качества можно предложить соблюдение стандарта предынвестиционного анализа, который был разработан в ходе настоящего исследования. Так, состав и квалификация команды аналитиков должны определяться исходя из каждого конкретного проекта, однако общие требования к каждой конкретной должности и присущих ей трудовым функциям четко регламентированы в указанном стандарте. Если компания нарушила установленные договоренности или не соблюдала профессиональный стандарт, заказчик предынвестиционного анализа имеет право обратиться в СРО, которое должно разобраться в обоснованности претензий к исполнителю и определить меры дисциплинарного воздействия на виновные как юридические, так и физические лица;
- оценка того, насколько проведенные аналитические процедуры являлись целесообразными и позволяют ли они с достаточной степенью достоверности полагаться на полученные результаты. В данном случае оценка качества работ затрагивает и стоимость проведения предынвестиционного анализа, так как обычно заказчик оплачивает фактическое время, отработанное исполнителями. В связи с этим становится актуальным вопрос о необходимости проведения тех или иных процедур в рамках проекта. Решение этой проблемы опять же заложено в предлагаемых стандарте предынвестиционного анализа и проекте договора на оказание консультационных услуг. Через обсуждение требований инвестора к проекту становится очевидным, какие аспекты деятельности организации необходимо изучить и какие процедуры для этого нужно провести. Если проделанная работа соответствует оговоренному объему и может быть методически обоснована внутренними документами организации, то онжом говорить 0 целесообразности проведенных процедур;
- структура отчета о результатах предынвестиционного анализа должна включать в себя все необходимые разделы, позволяющее составить всестороннее представление о деятельности организации, если иное не установлено соглашением между заказчиком и исполнителем. В предлагаемой методике проведения предынвестиционного анализа будет подробно описан раздел, затрагивающий требования к содержанию отчета по результатам работ.

Предложенные меры являются первыми необходимыми шагами по стандартизации предынвестиционного анализа. Сам факт проведения работ в области стандартизации

аналитических процедур свидетельствует о повышении качества бизнеса [94]. Разумеется, вероятно выявление новых аспектов и проблем этого вида деятельности, которые могут появиться в процессе применения предлагаемых решений. Поэтому необходимыми этапами реализации положений по стандартизации будут являться их последующая систематическая актуализация и доработка.

Методика проведения предынвестиционного анализа

Предынвестиционный анализ можно описать как последовательность действий, направленных на всестороннее изучение организации и ее заинтересованных сторон в целях минимизации рисков, присущих бизнесу, которые инвестор вынужден будет принять на себя после завершения сделки M&A. Однако еще до начала осуществления предынвестиционного анализа следует ввести ключевые допущения, которые делают его возможным:

- вся информация отражена в учете (управленческом, статистическом, бухгалтерском и налоговом) и заинтересованные стороны проекта намеренно не осуществляют сокрытия данных. Если какая-либо информация не отражена в получаемых данных, то с высокой вероятностью предынвестиционный аналитик не сможет получить полного представления о компании-цели и всех требованиях стейкхолдеров, предъявляемых к ее деятельности;
- полученная информация является достоверной. При проведении анализа делается допущение, что предоставленная информация достоверна, проверка полученной информации является предметом аудиторских проверок, а не предынвестиционного анализа. В связи с этим, проведение предынвестиционного анализа не освобождает покупателя от необходимости проведения аудита компании-цели.

Описанные допущения могут показаться интуитивно понятными, однако они являются неотъемлемой частью отчета о предынвестиционном анализе и должны быть доведены до всех участников процесса.

Предлагаемый алгоритм проведения предынвестиционного анализа проиллюстрирован на рисунке 6. Приведенный алгоритм нацелен на всестороннее изучение поглощаемой организации в целях раскрытия информации в соответствии с ключевыми требованиями участников проекта слияний и поглощений. Из-за проектной специфики предынвестиционного анализа можно выделить предварительную (подготовительную) и основную стадии исследования. На предварительной стадии, когда внутренняя информация еще недоступна, следует проводить первичное изучение объекта инвестирования. Проектная стадия характеризуется полным или частичным доступом к внутренней

информации, другим заинтересованным сторонам, в том числе в формате взаимодействия «вопрос-ответ», когда все обсуждение происходит через посредника, например, через Инвестора. Несмотря на название, предварительная стадия является важной частью проекта слияний и поглощений и ее нельзя исключить из процесса анализа. Более подробно каждый шаг методики предынвестиционного анализа будет описан далее.

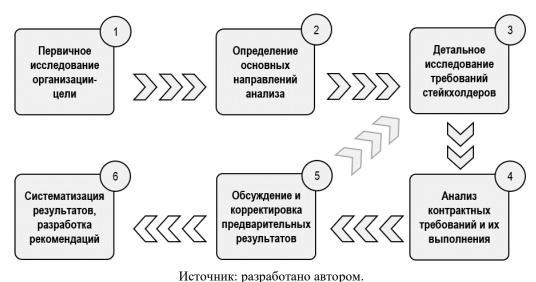


Рисунок 6 – Алгоритм проведения предынвестиционного анализа

Стоит отдельно сказать, что отличия предлагаемой методики от других рекомендаций в области предынвестиционного анализа заключается в непрерывном выявлении заинтересованных сторон и их требований в отношении проекта слияний и поглощений, а также в аналитическом обосновании путей удовлетворения требований ключевых заинтересованных сторон на всех этапах проекта.

Первичное исследование организации (предварительная стадия)

Первичное исследование организации — первый этап предынвестиционного анализа. Стоит уточнить, что существует большая разница между анализом компании-цели, который проводит инвестор до начала проекта, когда будущий бизнес-партнер только подбирается, и первым этапом, собственно, предынвестиционного анализа в рамках проекта M&A. Цель этого этапа — создать у исполнителей предынвестиционного анализа понимание целей сделки, размеров и характера бизнеса, который планируется поглотить. Это важно для определения процедур и трудовых ресурсов, которые будут задействованы в процессе анализа. Достижение этой цели реализуется через определение требований ключевого стейкхолдера — инвестора, поглощающей организация в лице ее руководства и собственников, интересы которых являются определяющими для проекта. Требования таких стейкхолдеров являются первоочередными в проекте слияний и поглощений, именно они определяют основные направления анализа в рамках проекта, поскольку заказчик

является главным заинтересованным в осуществлении проекта лицом. Для исполнителя предынвестиционного анализа важным критерием будет являться динамичность требований заказчика, поскольку при изучении организации от него может потребоваться изменить фокус исследований на определенную часть финансового положения или исторических результатов деятельности. Требования остальных заинтересованных сторон остаются относительно стабильными при проведении проекта, в то время как заказчик анализа может неоднократно менять или уточнять свои требования к отчету по результатам проверки. Основная работа аналитика с заказчиком в процессе проведения предынвестиционного анализа начинается еще на предварительном этапе и будет включать в себя постоянную коммуникацию по ключевым рабочим моментам и результатам. Для выявления и систематизации требований инвестора используется информационная база, которая была описана ранее.

Конечно, в большей степени на предварительном этапе происходит выявление и систематизация требований инвестора к проекту, но, кроме этого, собирается часть информации о компании-цели. Исполнитель предынвестиционного анализа получает предварительное представление о бизнесе компании-цели, оценивает структуру заинтересованных сторон, которые могут быть вовлечены в проект, в том числе устанавливая, кто является формальным или реальным владельцем бизнеса, определяются список связанных сторон и прочие стейкхолдеры, которые могут выдвигать свои требования в рамках проекта, что закладывает структуру будущих исследований.

Первичное исследование регистрационной карточки организации или группы организаций следует осуществлять через ЕГРЮЛ (egrul.nalog.ru) и СПАРК [70]. На данном устанавливается юридически зарегистрированный собственников, состав руководителей и прочих связанных лиц, которые будут участвовать в проекте, а также ключевые поставщики и клиенты организации. Стоит отметить, что предварительный состав собственников, который фигурирует в открытых источниках, может кардинальным образом отличаться от реального состава лиц, участвующих в управлении. Несмотря на важность предварительного этапа он является ознакомительным, а полученные данные должны быть подтверждены в дальнейшем при проведении интервью с руководством или собственниками организации-цели. Кроме этого, если компания-цель не предоставляет данные для верхнеуровневого анализа, такие как формы бухгалтерской отчетности, использование СПАРК является одной из возможностей получить информацию о финансовом состоянии компании-цели. На основании отчетности можно сформировать предварительный аналитический баланс и отчет о финансовых результатах, которые позволят получить общее представление о наиболее существенных аспектах, которые необходимо изучить в рамках дальнейших процедур.

В сложившейся практике предынвестиционного анализа не принято использовать классические инструменты экономического анализа, такие как показатели ликвидности и платежеспособности. В настоящее время международными компаниями применяются только коэффициенты оборачиваемости (для финансово-экономического моделирования товарно-материальных запасов). Это объясняется тем, что большая часть пользователей отчета по результатам предынвестиционного анализа могут не обладать необходимыми знаниями для трактовки классических показателей экономического анализа, являясь специалистам в других областях (например, директором нефтегазовой компании может быть профессионал по добыче полезных ископаемых, который хорошо знаком со сферой деятельности компании, но не имеет экономического образования), а одним из негласных требований к отчету является ясность для заинтересованных сторон. Несмотря на закрепившуюся практику, является целесообразным предложить использовать как классические показатели финансового состояния, так и альтернативные коэффициенты, которые могут быть разработаны в рамках конкретных проектов (так, в зависимости от требований ключевых стейкхолдеров коэффициенты ликвидности могут быть рассчитаны по-разному, например, если компания не планирует использовать денежные средства на валютных счетах в рамках своей обычной деятельности, то не следует учитывать эти суммы в рамках денежных средств, а рассматривать их как финансовые вложения). Через сравнение показателей компании со среднерыночными появляется возможность оценки финансового состояния компании, что дополнительно позволит целесообразность проведения сделки или обратить внимание инвесторов на проблемные аспекты деятельности.

На предварительном этапе необходимо проводить также организационные мероприятия, касающиеся формирования запроса на предоставление информации, выбор виртуальной комнаты данных, подписание различных соглашений о неразглашении информации, планирование работ и прочие. Стандартизация данной части крайне затруднительна, поскольку один и тот же объем работ может быть выполнен за различное время в зависимости от размера и квалификации команды, знаний в сфере бизнеса компаний и прочих факторов, которые могут существенно различаться от проекта к проекту.

Выявление ключевых заинтересованных сторон и их требований к проекту слияний и поглощений

Основной этап предынвестиционного анализа начинается, когда появляется доступ к внутренней информации объекта анализа. Ключевой задачей первого этапа проектной части предынвестиционного анализа является идентификация всех заинтересованных сторон и их требований, а также определение их значимости для сделки. Этот этап можно разделить на 2 подэтапа: 1) проведение независимых интервью и 2) первичный анализ данных учета.

Для начала предынвестиционные аналитики проводят интервью с ключевыми заинтересованными сторонами проекта, что позволяет существенно уменьшить объем работ, сконцентрировавшись на отдельных аспектах, которые являются критически важными. Второй важнейшей заинтересованной стороной после инвестора в рамках проекта будет являться поглощаемая организация в лице собственников, руководителей и прочих связанных сторон. Особенностью выделения данной подгруппы заинтересованных сторон является то, что их структура может меняться в зависимости от доступности информации для анализа, значимость определенных стейкхолдеров может существенно возрастать в течение проекта. Требования данной подгруппы заинтересованных сторон являются достаточно сложными для анализа, поскольку основные требования выдвигаются собственниками бизнеса и касаются преимущественно стоимости сделки, остальные требования стейкхолдеров могут не выражаться формально или быть не доступными для анализа. Для осуществления этой части анализа проводится серия независимых интервью с реальными владельцами и ключевым управляющим персоналом организации-цели. Обычно административное сопровождение проекта слияний и поглощений осуществляется генеральным и финансовым директорами, которые курируют весь процесс коммуникации и предоставления данных для анализа. В рамках этого подэтапа появляется понимание бизнес-стратегии компании, выявляется фактическая информация о ключевых третьих и связанных сторонах: реальные и номинальные собственники (включая конечных бенефициаров), ключевой персонал (функции сотрудников, значимость в деятельности организации), основные поставщики и покупатели. Особенностью предоставляемой информации компанией-целью может быть ее неполнота или несоответствие действительности по тем или иным причинам. Например, часто руководство компаниицели умалчивает о некоторых компаниях группы, представляя их как третьи стороны в целях завышения финансовых результатов. В связи с этим информация, полученная на этом этапе, нуждается в проверке и подтверждении на последующих этапах.

Второй подэтап начинается, когда предынвестиционные аналитики получают доступ к конфиденциальным внутренним данным (в зависимости от условий соглашения о намерениях информация может быть доступна частично или полностью), что позволяет детально анализировать данные учета по полученным реестрам. Всегда в рамках предынвестиционного анализа, как уже отмечалось ранее, запрашиваются данные не только бухгалтерского и налогового, но и управленческого учета, так как последние более детально, а иногда и достоверно, представляют фактическое состояние и результаты деятельности компании-цели. Например, в управленческой отчетности могут быть выделены материальные и денежные потоки со связанными сторонами, нереальные операции (проводимые документально, но не выполняемые фактически) и прочие транзакции, которые могут повлиять на реальный уровень финансовых результатов.

Первым шагом анализа является изучение синтетических регистров бухгалтерского учета, в России наиболее частой формой таких регистров является общая оборотно-сальдовая ведомость организации (или аналогичный регистр в зависимости от учетной системы, используемой на предприятии). По данному регистру можно осуществить предварительное изучение организации, выявив дальнейшие направления исследования, а именно те счета, которые несут в себе риски для проекта или для инвестора. Роль этого этапа состоит в верхнеуровневом анализе требований ключевых стейкхолдеров, так как именно оборотно-сальдовая ведомость позволяет выявить основные по сумме требования заинтересованных сторон. Следует пояснить, что в оборотно-сальдовой ведомости отражаются уже совершенные факты экономической деятельности. Часть транзакций, которая отражается в отчете о финансовых результатах, относится к уже состоявшимся взаимодействиям и не является требованиями стейкхолдеров, так как это уже произошедшие операции в формате доходов или расходов. Но балансовые счета, которые описывают отношения организации с какими-либо контрагентами, отражают текущие требования ключевых заинтересованных сторон, такие как дебиторская или кредиторская задолженность, кредиты и займы, прочие активы и обязательства по договорам. Остатки по этим счетам представляют особый интерес в рамках предынвестиционного анализа, так как позволяют выделить требования, которые необходимо изучить, но, необходимо отметить, что речь идет исключительно о финансовых требованиях контрактных стейкхолдеров, для анализа нефинансовых требований, а также требований заинтересованных сторон, которые не заключали контрактов с организацией, аналитических процедур по отчетности будет недостаточно, о чем будет дополнительно сказано далее.

Основными категориями, на которые необходимо обращать внимание в рамках предынвестиционного анализа, являются чистый оборотный капитал (working capital) и

чистый долг (net debt). Именно они содержат информацию о требованиях ключевых заинтересованных сторон сделки, которые входят в первые две группы стейкхолдеров в соответствии с предложенной классификацией заинтересованных сторон проекта. Критическое влияние на организацию могут оказать ее кредиторы, так как при неисполнении обязательств они могут востребовать задолженность в судебном порядке, или другим образом повлиять на финансовое состояние компании-цели, а после проведения сделки – на инвестора (так как в процессе реорганизации инвестор либо становится ответчиком, либо принимает на себя часть обязательств компании-цели). Другими словами, в оборотно-сальдовой ведомости отражены основные финансовые требования, которые предъявляют контрагенты к организации, отправной точкой дальнейшей экспертизы является исследование этих требований по величине и по их природе, что позволит ранжировать как контрагентов, так и требования по степени важности для проекта слияний и поглощений. Следует отдельно отметить, что на этом этапе структура статей в разрезе контрагентов детально не изучается, а лишь определяются основные направления дальнейшего анализа, производятся выборки договоров для дальнейшего изучения поскольку анализ агрегированных данных учета позволяет выбрать для изучения наиболее существенные договоры, сокращая объем работ в рамках проекта по слияниям и поглощениям.

Детальное исследование данных учета

Детальное исследование полученных на первом этапе проектной части предынвестиционного анализа результатов заключается в уточнении собранной информации. Второй этап является переходным между верхнеуровневым анализом и детальным анализом контрактов. Роль второго этапа сводится к уточнению данных и выделению тех контрактов, которые являются наиболее существенными и должны быть проанализированы детально. Обычно в рамках предынвестиционного анализа, подобно аудиту, делается определенная выборка контрактов для анализа, однако целью является не подтверждение цифр подготовленной компанией-целью отчетности, а выявление контрактных требований стейкхолдеров. Эти требования обладают атрибутом легитимности, то есть нормативно закреплены в контрактной базе, что позволяет говорить как минимум об одном из атрибутов, присущих значимым требованиям ключевых заинтересованных сторон. Следует выделить отдельные области исследования, которые должны быть изучены на этом этапе: анализ финансовых результатов, анализ финансового состояния.

Анализ финансовых результатов

Анализ финансовых результатов включает в себя получение информации о структуре всех статей отчета о финансовых результатах по контрагентам или по природе операций. В систематизированном виде такой информации в формах отчетности не существует, и роль предынвестиционного аналитика сводится к ее сбору и представлению на базе регистров учета. Однако, при анализе финансовых результатов за основу исследования необходимо взять требования инвестора, которые могут быть как формализованы, так и выявлены в процессе взаимодействия с ним. Инвестор, при анализе финансовых результатов, является главной заинтересованной стороной. Так как в международной практике оценка бизнеса обычно осуществляется на основании абсолютных показателей финансовых результатов, инвестор заинтересован в нормализации их уровня, под которой понимается исключение из финансовых показателей операций, носивших разовый характер или осуществленных со связанными сторонами.

Связанными сторонами бизнеса признаются юридические и физические лица, способные оказывать влияние на деятельность организации, или на деятельность которых организация способна оказывать влияние [23]. Отличительной чертой операций со связанными сторонами являются разовые или нехарактерные операции, проводимые по нерыночным ценам, эти операции в рамках предынвестиционного анализа нужно выделять и предлагать на их сумму корректировки к финансовой отчетности, поскольку без их учета финансовые результаты и финансовое положение организации будут существенно отличаться от реально существующих. При этом, связанные стороны могут как раскрываться организацией, так и не афишироваться, например, для целей налоговой оптимизации.

Из-за этого понимание природы доходов и расходов так важно в процессе предынвестиционного анализа, его осуществление позволяет предынвестиционному аналитику проводить необходимые корректировки [66], показывая результаты деятельности бизнес-системы на приближенных к рыночным условиях. Основным моментом для исследования обычно является затратная составляющая отчета о финансовых результатах, так как эта часть анализа позволяет понять нормальный уровень текущих расходов, а также какой необходимый уровень прибыли нужно распределять внутри компании для обеспечения нормального функционирования бизнеса.

Финансовые результаты следует анализировать при помощи абсолютных показателей (прибыль от продаж, операционная прибыль, *EBITDA*, *EBIT*), а также классических показателей рентабельности (продаж, активов, капитала). Алгоритмы и

особенности расчета таких показателей широко освещены в научной литературе и не будут подробно рассматриваться в рамках исследования. Однако, стоит предложить аналитикам разрабатывать специфические показатели рентабельности для целей каждого конкретного проекта, которые будут основаны на ключевых аспектах деятельности компании-цели. Предложить унифицированные показатели не представляются возможным, так как они должны быть основаны на отраслевой специфике и требованиях ключевых заинтересованных сторон. Примером такого коэффициента может служить рентабельность продаж в определенных географических зонах, которая при исследовании ее динамики покажет целесообразность развития деятельности в анализируемом регионе. В настоящее время такие показатели не используются на практике, однако могут существенно увеличить ценность предынвестиционного исследования для инвестора.

Анализ финансового положения

Анализ финансового положения организации проводится для того, чтобы с одной стороны подтвердить наличие и качество активов, которые используются в производственном процессе, а с другой – проверить уровень обязательств перед третьими лицами, которые необходимо будет погасить в течение или после окончания проекта. Иными словами, перед предынвестиционным аналитиком стоит целый ряд задач, заключающихся как в удовлетворении требований инвестора в отношении достоверности и качества информации об активах, так и в выявлении и оценке выполнения требований ключевых заинтересованные сторон в отношении компании-цели, делая акцент на требования кредиторов и заемщиков.

Анализ внеоборотных активов

Первой частью анализа является исследование внеоборотных активов, которое позволяет оценить производственные мощности и нематериальные активы, которые перейдут к инвестору после проведения сделки. Процедуры по анализу нематериальных активов в рамках предынвестиционного анализа схожи с процедурами по аудиту интеллектуального капитала. Проверка их физического наличия заключается в анализе правоустанавливающих документов, которые предоставляют организации исключительные права на соответствующие объекты интеллектуальной собственности [87]. Однако, в рамках предынвестиционного анализа нужно учитывать не столько стоимость нематериальных активов, сколько потенциальные выгоды, которые они могут принести инвестору. Для этого предынвестиционным аналитикам необходимо привлекать технических специалистов, способных дать профессиональную оценку возможности и

целесообразности будущего использования этих активов. Исключение «бесполезных» активов из периметра сделки может существенно повлиять на стоимость бизнеса, что позволит удовлетворить неформальные требования инвестора о снижении стоимости сделки.

Целью анализа данных учета основных средств является исследование их прогрессивности, возрастного состава и технического состояния, изношенности, планов капитальных вложений (обновления производственных мощностей). Процедуры анализа заключаются в изучении данных учета по счетам, указанным в таблице 7.

Таблица 7 – Счета учета внеоборотных активов и области анализа

Счет учета	Наименование счета	Области анализа
01	Основные средства	Состав, стоимость, качество, использование в
02	Амортизация основных средства	производстве
03	Доходные вложения в материальные ценности	Состав, стоимость, качество, способ получения дохода
04	Нематериальные активы	Состав, стоимость, качество, использование в
05	Амортизация нематериальных активов	производстве
07	Оборудование к установке	Состав, стоимость, целесообразность использования
08	Вложения во внеоборотные активы	Состав, стоимость, сроки ввода в эксплуатацию, цели и возможность использования

Источник: составлено автором.

Изучение указанных областей анализа позволяет создать представление о внеоборотных активах, которые используются компанией-целью в настоящее время, сделать выводы о целесообразности их приобретения в рамках проекта. Однако, кроме перечисленных факторов, на проект могут оказать влияние результаты технического предынвестиционного анализа, такие как выводы в отношении прогрессивности (использовании новых технологий) и технического состояния активов. Эти факторы могут оказать существенное влияние на реализацию проекта, если к основным средствам предъявляются конкретные требования ключевых заинтересованных сторон.

При анализе внеоборотных активов в современной российской практике часто встречается следующие феномены, которые существенно искажают реальное представление о компании-цели:

 компании используют в своем производственном процессе активы, которые оформлены на третьи стороны, при этом юридически взаимодействия с ними никак не регистрируются;

- внеоборотные активы фактически не существуют, но числятся в учете, или активы существуют, но не числятся в учете;
- активы существуют и учтены, но не используются в производственном процессе, а их приобретение было связано с удовлетворением нужд собственников или обосновано другими факторами.

В связи с существованием перечисленных феноменов исследование внеоборотных активов является крайне важной составляющей предынвестиционного анализа, так как позволяет выявить риски, присущие проекту и сделке, которые могут оказать на них значительное влияние. По итогам анализа могут формироваться рекомендации по переоформлению активов на другие лица (как физические, так и юридические), исключению, или наоборот, включению их в периметр сделки.

процессе предынвестиционного анализа также запрашиваются планы капитальных вложений. По планам капитальных вложений можно определить потребности организации в увеличении производственных мощностей и обновлении внеоборотных активов, что позволяет косвенно проанализировать фактическое состояние активов. Дополнительно производится сравнение исторического уровня капитальных вложений и амортизации (например, ежегодно за последние 5 лет). Если уровень амортизации превышал уровень капитальных вложений, то инвестиции в основные средства были недостаточными, соответственно устаревание оборудования происходило быстрее, чем его обновление, что открывает возможности для пересмотра стоимости сделки, так как инвестору придется дополнительное обновлять производственные мощности компаниицели после окончания проекта слияний и поглощений. Необходимо отметить, что горизонт планирования в российских реалиях обычно не превышает пяти лет, а большая часть организаций составляет планы не более чем на один календарный год. Это порождает соответствующие ограничения анализа внеоборотных активов, позволяя выявлять связанные с ними риски только на ограниченном временном промежутке после окончания проекта.

Анализ чистого долга и чистого оборотного капитала

Следует сразу отметить, в традиционном бухгалтерском учете не используются термины «чистый оборотный капитал» и «чистый долг» (в международной терминологии – «working capital» и «net debt»). Эти аналитические категории были разработаны для упрощения понимания финансового положения компании, так как группируют статьи бухгалтерского баланса по их природе. Изучение оборотного капитала способно

характеризовать потребности бизнеса в капитале, необходимом для финансирования неденежных оборотных активов [37], а чистый долг показывает достаточность собственных средств для осуществления деятельности на текущем уровне [106]. Принцип формирования этих показателей крайне прост — входящие в них активы складываются, а обязательства вычитаются из общей суммы. Итоговый результат может быть как положительным, так и отрицательным, это зависит от сферы деятельности компании, ее политики в отношении финансирования задолженности и прочих факторов. Смысл распределения статей баланса между «чистым оборотным капиталом» и «чистым долгом» заключается в том, что процедуры, осуществляемые в рамках предынвестиционного анализа, различаются для статей, входящих в эти две аналитические категории, о чем будет подробно сказано далее. Таким образом, проведение кластеризации статей по их природе позволяет упростить осуществление предынвестиционного анализа, в то же время способствуя систематизации результатов. Чистый оборотный капитал и чистый долг будут рассмотрены в рамках одной части методики, так как они крайне тесно взаимосвязаны между собой, о чем будет сказано далее.

Первой категорией для рассмотрения является чистый оборотный капитал (net working capital). Стоит выделить, что в российской и международной терминологии нет единого представления данного показателя. По определениям части авторов в чистый оборотный капитал входят оборотные активы за вычетом краткосрочных обязательств [48]. Однако в международной практике, чистый оборотный капитал представляет собой сумму запасов и дебиторской задолженности за вычетом кредиторской задолженности, как указано в таблице 8. В российской научной литературе эта категория также называется финансово-эксплуатационной потребностью [37].

Таблица 8 – Состав чистого оборотного капитала по счетам бухгалтерского учета

Наименования счетов запасов (складываются)	Счет учета	Наименование счетов ДЗ и КЗ (по дебету – складываются, по кредиту - вычитаются)	Счет учета
1	2	3	4
Материалы	10	Расчеты с поставщиками и подрядчиками	60
Животные на выращивании и откорме	11	Расчеты с покупателями и заказчиками	62
Основное производство	20	Резервы по сомнительным долгам	63
Полуфабрикаты собственного производства	21	Расчеты по налогам и сборам	68
Вспомогательные производства	23	Расчеты по социальному страхованию и обеспечению	69
Общепроизводственные расходы	25	Расчеты с персоналом по оплате труда	70

Продолжение таблицы 8

1	2	3	4
Общехозяйственные расходы	26	Расчеты с подотчетными лицами	71
Брак в производстве	28	Расчеты с персоналом по прочим операциям	73
Обслуживающие производства и хозяйства	29	Расчеты с учредителями	75
Товары	41	Расходы на продажу	44
Выпуск продукции (работ, услуг)	40	Расчеты с разными дебиторами и кредиторами	76
Готовая продукция	43	Товары отгруженные	45

Источник: составлено автором по материалам [106].

Стоит пояснить, что в чистый оборотный капитал включается только часть оборотных активов и обязательств, исключаемые из этой категории статьи баланса относятся к чистому долгу. Легче всего осуществлять распределение статей баланса по категориям с чистого долга. Все статьи, которые представляют по своей природе только денежные средства (которые не имеют другой формы или назначения, такой как товары или услуги), следует относить к чистому долгу, а все остальные — к чистому оборотному капиталу. Например, дебиторская задолженность представляет собой товары или услуги, отгруженные, но не оплаченные покупателем, таким образом эта статья относится к чистому оборотному капиталу, а вексель — это эквивалент денежных средств, который должен быть отнесен к чистому долгу. Аналогичная логика применяется при распределении обязательств.

Однако, стоит отдельно выделить, что просроченная кредиторская задолженность при этом относится к чистому долгу, так как по своей природе она ближе к кредитам или займам полученным. Просроченной обычно считается задолженность, срок оплаты которой уже прошел на дату анализа, однако конкретные критерии отнесения задолженности к этой категории зависят от условий соглашения о намерениях. Хотя она представлена не в денежной форме (за исключением авансов), считается, что после установленного по договору сроку оплаты она условно конвертировалась в денежные средства и используется организацией-получателем в своих целях, что равносильно получению займа в натуральном выражении. Таким образом она должна быть реклассифицирована из чистого оборотного капитала в чистый долг.

Детальный анализ счетов расчетов с кредиторами и дебиторами позволяет получить первые данные о ключевых покупателях и поставщиках, о природе и объеме операций с ними. Кроме этого, счета расчетов с дебиторами и кредиторами включают в себя

информацию о выполнении требований важнейших стейкхолдеров — государственных органов, в том числе Федеральной налоговой службы. Исследование данного сегмента крайне существенно, поскольку отношения с данными заинтересованными сторонами несут в себе значительные риски для существования и нормального функционирования компании-цели.

Данные о динамике запасов позволяют говорить об использовании имеющихся материалов и реализации продукции. Критичным аспектом является их оборачиваемость, так как часть запасов может быть низколиквидной или непригодной для дальнейшего использования. Анализ целесообразности получения контроля над подобными запасами находится в компетенции технических специалистов, которых необходимо привлекать в рамках предынвестиционного анализа. В интересах инвестора отказаться от покупки таких активов, так как это позволит уменьшить стоимость сделки.

Значение показателя чистых оборотных средств для проектов слияний и поглощений состоит в том, что данная категория показывает тот объем вложений, который необходим для поддержания работоспособности бизнеса. Эти средства необходимы для ведения обычной деятельности и их не представляется возможным вывести из бизнеса без критических последствий для бизнес-системы (таких как банкротство, ликвидация и т.п.). Для проектов слияний и поглощений понимание этого является критичным, так как инвестор должен представлять необходимый уровень средств, который ему нужно будет поддерживать после успешного завершения сделки. Вероятно, что бизнес подвержен влиянию сезонности, в связи с этим в определенные периоды времени инвестор будет вынужден вкладывать в бизнес дополнительные средства, объем которых может быть столь существенен, что окажет влияние на принятие решения о заключении сделки.

Другой аналитической категорией является чистый долг, который представляет собой разницу между долговыми обязательствами (кредитами, займами и пр.) и денежными активами (денежные средства в кассе, на счетах в банках, а также высоколиквидные денежные эквиваленты). Этот показатель может быть как отрицательным (долг), так и положительным (доступные денежные средства).

Чистый долг является количественным выражением финансовых требований ключевых заинтересованных сторон в отношении компании-цели. Этот показатель носит аналитический характер, демонстрируя сумму обязательств, которые необходимо погасить перед различными кредиторами. В проектах слияний и поглощений этот показатель может быть интерпретирован либо как сумма инвестиций, которые должны быть осуществлены приобретающей бизнес компанией, для того чтобы погасить существующую задолженность, либо как объем средств, которые будут потрачены компанией-целью в

будущем для обслуживания долга. Для инвестора существенный уровень чистого долга может быть индикатором окончания проекта, если цель не может генерировать достаточные денежные средства или инвестор не готов инвестировать такой объем средств в цель. Однако в большинстве случаев уровень чистого долга означает, что инвестор может уменьшить сумму выплат текущим владельцам компании-цели на его сумму, таким образом компенсируя расходы, которые он принимает на себя. Стоит отметить, что значительный стабильный положительный чистый долг не всегда является благоприятным сигналом для Инвестора, так как может говорить о неэффективном использовании существующих средств в операционной деятельности организации. Подробное описание счетов учета чистого долга представлено в таблице 9.

Таблица 9 – Состав чистого долга

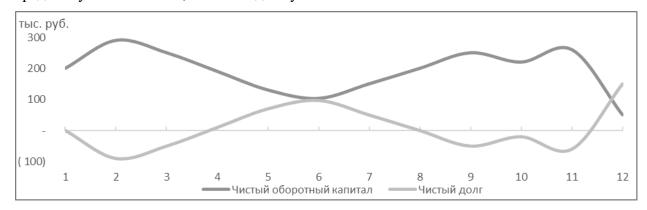
Наименование счетов (по дебету – складываются, по кредиту - вычитаются)	Счет учета
Касса	50
Расчетные счета	51
Валютные счета	52
Специальные счета в банках	55
Переводы в пути	57
Финансовые вложения	58
Резервы под обесценение финансовых вложений	59
Расчеты по краткосрочным кредитам и займам	66
Расчеты по долгосрочным кредитам и займам	67
Расчеты с разными дебиторами и кредиторами	76.X

Источник: составлено автором по материалам [106].

В деловой практике уровень чистого долга принято корректировать. Корректировки чистого долга могут включать в себя абсолютно разные операции, природа которых заключается в образовании задолженности перед третьими лицами, однако которые не классифицируются как долг в учете. Все подобные требования стейкхолдеров должны быть выделены из прочих требований, поскольку они оказывают существенное негативное влияние на финансовое состояние организации и могут нести крайне существенные риски для поглощающей компании. Примерами корректировок могут быть суммы начисленных, но не выплаченных дивидендов, факторинг и лизинг, просроченная кредиторская или дебиторская задолженность. Часто в сумму чистого долга также

включают налоговые риски и штрафы с высокой вероятностью взыскания со стороны налоговой. Описанные суммы могут даже не фигурировать в учете, в зависимости от обстоятельств (например, решение о выплате дивидендов уже было принято, но еще не проведено в учете). Задачей предынвестиционного аналитика является выявление долговых обязательств, денежных средств и эквивалентов, и прочих активов и обязательств, сходных с ними по природе, и представление собранной и систематизированной информации заинтересованным сторонам.

Следует сразу указать на обратную взаимосвязь чистого долга и чистого оборотного капитала, которую можно увидеть на рисунке 7. Понимание этого принципа является определяющим в проектах слияний и поглощений. Если компания получает денежные средства за отгруженные товары (запасы), то уровень чистого оборотного капитала снижается, в то время как высвобожденные денежные средства положительно влияют на уровень чистого долга. И наоборот, если компания получает кредиты или займы для финансирования оборотного капитала, то после закупки материалов чистые оборотные средства увеличиваются, а чистый долг уменьшается.



Источник: разработано автором. Рисунок 7 – Взаимосвязь чистого оборотного капитала и чистого долга

Стоит отметить, что транзакции внутри аналитических категорий не меняют их значений, например, при получении займа полученные денежные средства равны уровню образовавшейся задолженности, так что уровень чистого долга останется неизменным. Понимание описанной взаимосвязи важно для проектов слияний и поглощений, так как уровень чистого долга и чистого оборотного капитала включаются в соглашения о намерениях и служат ковенантами, выполнение которых необходимо подтвердить в рамках предынвестиционного анализа. В рамках части проектов по слияниям и поглощениям цена сделки может определяться с использованием принципа «без учета денежных и заемных средств» (cash free and debt free basis). Это означает, что продавец оставляет себе все свободные денежные средства при продаже, однако выплачивает всю задолженность бизнеса. Учитывая описанную взаимосвязь чистого долга и чистого оборотного капитала,

становится очевидным, что вероятность манипулирования этими показателями в интересах ключевых заинтересованных сторон проекта является достаточно высокой. Вполне вероятно, что руководство и собственники компании-цели будут осуществлять такое управление бизнесом, при котором уровень чистых оборотных средств может быть изменен в целях снижения уровня долга.

Этот эффект может быть достигнут с помощью ряда приемов:

- уровень дебиторской и/или кредиторской задолженности может быть заведомо изменен через намеренную корректировку сроков оплаты с ключевыми контрагентами (особенно, со связанными сторонами);
- уровень чистого оборотного капитала может быть искусственно занижен и фактически недостаточен для осуществления нормального производственного цикла после закрытия сделки (запасы и готовая продукция могут быть проданы, а денежные средства выведены через бонусы управляющему персоналу);
- кредиторская или дебиторская задолженность могут включать в себя скрытые займы, которые могут быть оформлены как авансы по договорам поставки.

Таким образом, в рамках предынвестиционного анализа важно провести следующие процедуры:

- установить структуру чистого оборотного капитала и чистого долга, чтобы исключить возможность увеличения рисков инвестора описанными способами;
- определить так называемый «нормальный» уровень указанных показателей. Нормальным считается средний за 12 предшествующих дате анализа месяцев уровень, так как он нивелирует сезонность, которая может быть присуща бизнесу. Разница между нормальными и фактическими значениями показателями на момент закрытия сделки будет являться корректировкой к стоимости бизнеса, которую необходимо определить предынвестиционным аналитикам;
- определить динамику показателей оборачиваемости всех компонентов оборотного капитала за последний год, чтобы убедится, что до или в процессе проекта не происходило существенных изменений условий ведения бизнеса.

В зависимости от требований заинтересованных сторон проекта, которые обычно формализованы в соглашении о намерениях, структура и алгоритм расчета чистого долга и чистых оборотных средств могут меняться. Предынвестиционным аналитикам необходимо руководствоваться формализованными требованиями стейкхолдеров при проведении процедур анализа, так как полученные результаты могут кардинально отличаться. Например, в чистый долг может быть включена любая задолженность со сроком просрочки

более 90 дней или только банковские кредиты (при этом любые займы от физических лиц могут не учитываться).

Вывод по этапу

В конце второго проектного этапа предынвестиционного анализа уже формируются предложения по корректировкам показателей, таких как ЕВІТДА, чистый долг, оборотный капитал. Система предлагаемых корректировок включает отклонения фактических показателей от рыночных под воздействием внешних причин или вследствие управленческих решений [68]. Суть предлагаемых аналитиками поправок сводится к более точному представлению бизнеса компании-цели в рамках проекта по слияниям и поглощениям через элиминацию или добавление различных статей, позволяющих «нормализовать» отчет о финансовом положении и о прибылях и убытках. В результате этих корректировок стоимость сделки обычно изменяется, что является истинным мотивом этих операций. Следует отметить, что предынвестиционный аналитик должен стремиться максимизировать удовлетворение инвестора OT оказываемых предынвестиционному анализу, но придерживаться принципа независимости, предлагая только обоснованные корректировки, в том числе те, которые могут увеличить стоимость сделки.

Проверка заключенных контрактов

На третьем этапе происходит верификация и пополнение полученных на предыдущих этапах данных, так как существует вероятность потери или искажения информации при ориентации исключительно на учет. На предыдущих этапах в анализе участвовали уже обработанные требования заинтересованных сторон, приведенные, однако, исключительно в количественном и денежном выражениях. У заинтересованных сторон могут быть различные финансовые и нефинансовые требования к организации, которые обычно не вносятся в учетные системы за ненадобностью данной информации для финансовой отчётности и обособленно отслеживаются отдельными сотрудниками финансовых служб (бухгалтерии, отдела продаж и прочих). Эти требования должны быть собраны в процессе предынвестиционного анализа и систематизированы. Это крайне важно, в первую очередь, для анализа чистого долга, поскольку такой важный аспект, как расчет ковенант по кредитным договорам, часто игнорируется российскими компаниями, что может потенциально привести к нежелательным последствиям для инвестора, таким как взыскание долга сразу после сделки и наложением штрафов. Более того, договоры займа часто содержат ограничения на изменение состава собственников или операций с активами без предварительного согласования с кредитором. В связи с этим исследование и систематизация всех финансовых и нефинансовых требований ключевых заинтересованных сторон, формализованных в кредитных договорах, выходит на передний план в рамках процедур предынвестиционного анализа.

Кроме этого, в рамках анализа контрактов становится возможной дополнительная проверка связанных сторон. Часто для получения внешних займов компании привлекают внутригрупповые гарантии и поручительства [91], что позволяет идентифицировать дополнительные связанные стороны, которые не были выявлены на предыдущих этапах анализа. Обычно в кредитных договорах указывается, какие компании являются ответственными по тем или иным обязательствам. Мало вероятно, что третья сторона бескорыстно будет выступать гарантом исполнения обязательств компании-цели или компаний, входящих в группу, перед кредитными организациями. Таким образом в распоряжении аналитика оказывается готовая информационная база для выделения связанных сторон, которую трудно скорректировать для внесения заведомо ложной информации.

Этот этап предынвестиционного анализа является самым трудоемким, поскольку зачастую российские компании не ведут формализованный учет требований заинтересованных сторон, что приводит к необходимости их выделения аналитиками в рамках проекта. Стоит отметить, что этот этап является обязательным в современных российских реалиях, когда качество данных учета относительно невысоко, а менеджмент заинтересован более в финансовых результатах деятельности, нежели в удовлетворении требований заинтересованных сторон. Если руководство организаций начнет создавать условия для устойчивого развития своего бизнеса и будет принимать управленческие решения на основании теории стейкхолдеров и принципов бизнес-анализа, то вся информация, которая находится в контрактной базе, будет достоверной и актуальной, что потенциально будет способствовать будущему исчезновению данного этапа предынвестиционного анализа за ненадобностью.

Обсуждение полученных результатов с ключевыми стейкхолдерами

Повторное проведение интервью является обязательным этапом, поскольку позволяет верифицировать корректность выявленных заинтересованных сторон и их требований. При проведении анализа возможно получение ошибочных результатов, повторное проведение интервью позволяет минимизировать риски некорректного представления выводов, а также способствует уточнению требований ключевых заинтересованных сторон как в отношении проекта, так и компании цели. На этом этапе возможно формирование новых требований инвестора в отношении информации, полученной в рамках проекта, при этом происходит не только изучение имеющейся

информации, но и сопоставление информации между всеми участниками, так как какие-то важные аспекты могут быть опущены при рассмотрении кем-то из ключевых участников проекта, что негативно скажется на результатах анализа.

процессе Вероятно, что информация, которая была получена предынвестиционного анализа, может кардинально изменить предварительные условия сделки, например, периметр предынвестиционного анализа (компании, которые подлежат изучению и будут участвовать в сделке). Часто ряд компаний, которые фактически являются связанными и через которые проходит существенный объем транзакций, не разглашаются руководством и собственниками компании-цели. Операции с такими компаниями носят нерыночный характер, возможно также манипулирование уровнем рабочего капитала и денежных средств через операции обратного выкупа и прочие подобные транзакции, которые проводились бы на других условиях или не осуществлялись бы вообще. Исключение в ходе анализа подобных взаимодействий позволяет увеличить прибыль, меняя стоимость сделки в большую сторону, что, несомненно, является одним из требований текущих собственников бизнеса в отношении проекта. После основных аналитических процедур в рамках предынвестиционного анализа собственники компаниицели или другие заинтересованные стороны могут пересмотреть свой подход к раскрытию информации, если полученные по результатам процедур показатели их не устроят. Таким образом, только на этом этапе вероятно получение новой информации об изменениях структуры заинтересованных сторон или их требований, которые порождают необходимость в пересмотре полученных результатов или повторении уже проведенных процедур с учетом дополнительно полученных сведений.

Систематизация результатов анализа

Этот этап является последним в рамках предынвестиционного анализа, но не является завершающим этапом проекта. На этом этапе исполнители должны формировать отчет по результатам предынвестиционного анализа для представления полученных выводов ключевым заинтересованным сторонам, в который включается вся важная информация, выявленная в рамках аналитических процедур. В отчет рекомендуется включать несколько основных разделов:

– введение. В этом разделе подробно описываются цель и участники проекта, основные направления проведенного предынвестиционного анализа, ключевые условия соглашения о намерениях, которое было заключено в рамках проекта. Во введение также включается, так называемое, «письмо-представление», которое содержит информацию об аналитиках, их квалификации (которая должна соответствовать предлагаемому

профессиональному стандарту), о заключенном контракте на оказание услуг по предынвестиционному анализу;

- ключевые риски проекта. Это сведения о требованиях ключевых заинтересованных сторон бизнеса, которые по разработанной методике необходимо отражать в отчете, включая информацию об их фактическом исполнении и о связанных с этим рисках (основные аспекты деятельности, требующие дополнительного внимания инвестора в процессе проекта, а также непосредственно перед сделкой). Ключевые риски описываются в рамках отдельного блока в начале отчета, так как пользователи отчета должны ознакомиться с основными выводами, а при необходимости изучить детальную информацию, которая помещается в теле отчета и приложениях. Это делается для того, чтобы избавить пользователей отчета от необходимости самостоятельно приоритизировать требования ключевых заинтересованных сторон, так как это уже является частью работы предынвестиционного аналитика;
- описание бизнеса. В этом разделе отчета отражаются общие сведения о бизнес-системе, которые включают организационную структуру компании-цели, обзор основных направлений ее деятельности, обзор персонала и прочие моменты. Этот раздел важен для понимания бизнес-модели компании, ее важнейших составляющих. Это делается для улучшения понимания инвестором деятельности компании-цели, так как часто ключевой менеджмент может не иметь четкого представления о бизнесе компании-цели, особенно если они функционируют в разных сферах экономики;
- основная часть отчета включает детальные результаты анализа финансового состояния компании-цели, а также основных статей отчета о прибылях и убытках этой компании (отражение всех показателей в максимальном соответствии с МСФО улучшает прозрачность отчета для иностранных инвесторов). В этот раздел отчета выносятся только те требования ключевых заинтересованных сторон, совокупное влияние неисполнения которых по методике определения значимости требований можно оценить как слабое, а также детальная информация о требованиях, оказывающих сильное влияние на проект.
 Обзор требований включает в себя детальное описание проблем, которые существуют у поглощаемого бизнеса или могут возникнуть у инвестора в процессе проекта или после осуществления сделки. В отчет выносятся любые требования, которые могут быть значимыми, включая как формальные, так и неформальные, финансовые, налоговые, социальные, экологические и прочие, которые удалось выявить предынвестиционным аналитикам;

 приложения. Здесь приводятся части анализа, которые не поместились в основную часть отчета из-за большого объема, а также информация, не являющаяся приоритетной.

Стоит отдельно выделить, что отчет не должен содержать советов или рекомендаций по осуществлению сделки, так как он не является сводом готовых решений, а лишь исключительно аналитическим инструментом, помогающим их обосновывать компетентным лицам, уполномоченным принимать ответственные инвестиционные решения. Это означает, что отчет содержит описание текущего состояния бизнес-системы, а также рекомендации по нивелированию ключевых рисков. Именно на основании отчета инвестор должен принять решение о целесообразности проведения сделки (часто после проведения предынвестиционного анализа проекты слияний и поглощений сворачиваются из-за существенности выявленных рисков, которые инвестор не готов принять).

Вывод по главе 2

Предынвестиционный анализ является центральным элементом подготовки проекта слияний и поглощений, позволяя существенно снизить риски проекта. В настоящее информационное и правовое обеспечение предынвестиционного недостаточно развито, также как и стандартизация этого вида деятельности. В результате проведенного исследования предложены меры по развитию предынвестиционного анализа, в том числе разработаны проект профессионального стандарта «Предынвестиционный аналитик» и унифицированная методика проведения предынвестиционного анализа. Предлагаемая методика позволяет проводить пошаговый анализ компании или группы компаний, выявлять и обосновывать необходимые корректировки уровня финансовых результатов, чистого оборотного капитала и чистого долга, которые позволят нивелировать негативное влияние различных аспектов проекта на инвестора. рекомендуемой в работе методики состоят в использовании теории заинтересованных сторон на всех этапах предынвестиционного анализа, что позволяет структурировать весь процесс, основываясь на ключевых требованиях стейкхолдеров, рассматривая их и как основу бизнес-систем, и как ключевые драйверы проекта слияний и поглощений. Дополнительно стоит указать, что после окончания предынвестиционного анализа проект слияний и поглощений может как продолжиться (по результатам анализа могут вестись дополнительные переговоры или процедуры финализации сделки), так и завершиться (в случае выявления критических рисков).

Глава 3 Прикладные аспекты предлагаемой методики проведения предынвестиционного анализа

Рекомендуемая методика предынвестиционного анализа была разработана в процессе исследования более 30 российских и международных проектов слияний и поглощений, осуществлявшихся с 2016 по 2020. Несмотря на особенности различных проектов, такие как разные сферы экономики, объемы деятельности и структура участников проектов, предлагаемая методика является унифицированной и подходит для применения в рамках любых проектов слияний и поглощений. Для демонстрации ключевых аспектов применения предложенной методики анализа был выбран проект по поглощению группы из шести компаний, занимающихся выращиванием и реализацией сельскохозяйственной продукции (кукуруза, сахарная свекла, пшеница). В целях представления наиболее достоверной информации и соблюдения конфиденциальности в первичной информации название холдинга (и компаний, которые в него входят) было изменено на АгроХолдинг (далее – Группа или Цель). В контексте проекта, который осуществлялся в период с декабря 2018 г. по август 2019 г., иностранный инвестор (консолидированная группа компаний, занимающихся аналогичной деятельностью, далее – Инвестор) был заинтересован в приобретении Группы для расширения сферы влияния на российском рынке, в то время, как собственники Группы были заинтересованы в привлечении внешнего финансирования для погашения действующих кредитов, так как операционная деятельность не могла обеспечить достаточный денежный поток для покрытия долга в ближайшей перспективе. На примере указанного проекта будут проиллюстрированы ключевые особенности рекомендуемого порядка проведения предынвестиционного анализа.

3.1 Предварительный анализ компании-цели слияния или поглощения

Перед началом проекта по поглощению Инвестор обратился к профессиональным консультантам за оказанием услуг по предынвестиционному анализу. На предварительном этапе проводятся процедуры по подготовке к проекту, которые включают в себя заключение контракта на оказание услуг, верхнеуровневый анализ цели поглощения по информации из открытых источников, а также планирование трудовых ресурсов.

Важной составляющей первого этапа является деятельность по анализу требований Инвестора. Хотя основной объем работ по выявлению заинтересованных сторон и их требований осуществляется аналитиками уже после начала предынвестиционного анализа, определенная часть работ с требованиями начинается еще при подготовке к проекту. На этапе планирования возможна систематизация и анализ требований только одной

заинтересованной стороны проекта, а именно Инвестора, так как он выдвигает требования в отношении проводимого анализа. Эти требования должны быть включены в соглашение на оказание услуг по предынвестиционному анализу между исполнителями анализа и Инвестором. Именно основываясь на этих требованиях и результатах процедур по предварительному изучению компании-цели происходит выработка программы анализа и определение трудовых ресурсов для ее осуществления. Далее приведен пример требований к анализу, которые могут быть озвучены неформально:

- Инвестор заинтересован в производственных мощностях, которыми обладает
 Цель (земельные участки, производственная техника, запасы продукции);
- финансовые результаты Цели за прошлые периоды будут анализироваться только для выявления ключевых поставщиков и клиентов, уровень финансовых результатов не существенен, так как Инвестор обладает возможностью реализации продукции собственным покупателям, а также экспортом на внешние рынки;
- согласно данным Инвестора, большая часть активов была приобретена на кредитные средства, обязательства по которым не погашены в настоящее время, в связи с чем уровень долга является первоочередным показателем для рассмотрения;
- Инвестор планирует участвовать в управлении Целью после поглощения только на верхнем уровне, весь руководящий состав Цели продолжит работу в Группе.

Эти требования являются приоритетными при проведении предынвестиционного анализа, поскольку позволят в максимальной степени удовлетворить требования ключевого стейкхолдера. Формализация указанных требований в контракте может выглядеть как описание процедур или областей для исследования, представленных в таблице 10.

Таблица 10 – Пример систематизации требований Инвестора

Описание процедур
2
Обзор состояния материальных и нематериальных активов, используемых Объектом (тип собственности, операционный или финансовый лизинг) Описание основных поставщиков основных средств (если возможно). визуальный осмотр существенных основных средств Обзор методов амортизации по классам активов
Динамика заказов и продаж по клиентам и типам продуктов по количеству и стоимости Динамика маржи по типам продуктов и клиентам в рассматриваемом периоде на основе доступных <i>КРІ</i> Обзор издержек производства и эволюции цен на основные компоненты и сырье Обзор других операционных расходов: фонд оплаты труда, логистика, техническое обслуживание и ремонт, амортизация Обзор сезонности, основанный на ежемесячном анализе выручки и производства в рассматриваемом периоде

Продолжение таблицы 10

1	2
Заработная плата	Анализ расходов на персонал, вознаграждений и прочих выплат работникам, с фокусом на выплаты ключевому управленческому персоналу
Чистый долг	Анализ структуры финансовой задолженности (банковские кредиты, внутригрупповое финансирование, лизинг, кредитные линии) на последнюю доступную дату, включая обзор условий договоров (срок и условия погашения, гарантии, процентные ставки), включая разделение на долгосрочные/краткосрочные компоненты задолженности
	Идентификация потенциальных долговых обязательств (лизинг, совершенные или отсроченные капвложения, пенсионные обязательства и золотые парашюты, расходы на реструктуризацию, судебные разбирательства, блокированные денежные средства) и расчет показателя нормализованного чистого долга

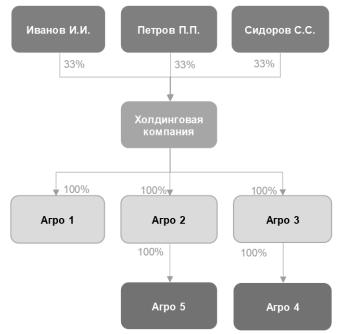
Источник: разработано автором.

Именно на предварительной стадии проекта происходит работа с требованиями Инвестора в отношении проводимого предынвестиционного анализа. К его началу указанные требования должны быть выявлены, систематизированы и задокументированы, как особо важные составляющие информационной базы. Руководствуясь контрактом на оказание консультационных услуг, исполнители предынвестиционного анализа осуществляют дальнейшие действия по исследованию компании-цели.

Одновременно с выявлением требований Инвестора исполнители анализа осуществляют изучение компаний Группы при помощи информационно-аналитических систем, таких как СПАРК, *Bloomberg* или ЕГРЮЛ. Целесообразным является использование и других источников информации, которые могут содержать достоверные данные о потенциальных заинтересованных сторонах. Возможные источники данных предынвестиционного анализа были подробно описаны ранее. Важной характеристикой информации, собираемой на этом этапе анализа, является ее актуальность. Часто в открытых источниках можно найти устаревшие и не соответствующие действительности данные, что приведет к некорректному предварительному планированию процедур предынвестиционного анализа. Полученные на из открытых источников данные позволят как определить объем работ (и, соответственно, стоимость проекта) и собрать публичную информацию о заинтересованных сторонах, что позволит сократить количество осуществляемых в дальнейшем процедур.

В целях соблюдения конфиденциальности в данном исследовании будут приведены только полученные результаты анализа, представленные на рисунке 8. Основная компания Группы принадлежит трем физическим лицам, является держателем акций других компаний и осуществляет деятельность по управлению группой, составлению консолидированной управленческой отчетности. Компании Агро 4 и Агро 5 полностью принадлежат компаниям группы. Иных участников группы выявлено не было. Следующим

шагом является изучение деятельности и финансового положения компаний группы, для определения направлений исследований.



Источник: составлено автором по данным [70]. Рисунок 8 – Структура Группы АгроХолдинг

Организация Агро 4 является держателем активов, которые сдаются в аренду другим компаниям группы, иная операционная деятельность в компании не ведется. Остальные компании занимаются выращиванием сельскохозяйственных культур и их реализацией. Финансовое положение группы представлено в таблице 11. В открытом доступе нет консолидированной отчетности группы, однако индивидуальная отчетность была выгружена из СПАРК [70].

Таблица 11 – Бухгалтерский баланс на 31 декабря 2018 года

В миллионах рублей Строка баланса Холдинг Агро 1 Агро 2 Агро 3 Агро 4 Агро 5 Итого 2 5 7 1 3 4 6 8 700 1 635 484 306 3 126 Основные средства Доходные вложения в 7 7 материальные ценности Долгосрочные финансовые 703 754 525 922 4 229 1 324 вложения 7 7 Отложенные налоговые активы Прочие внеоборотные активы 11 94 101 0 41 248 710 1 466 3 053 1 111 7 1 269 7 616 Внеоборотные активы 399 375 274 1 679 631 Запасы

Продолжение таблицы 11

1	2	3	4	5	6	7	8
НДС по приобретенным ценностям	0	11	43	-	-	4	59
Дебиторская задолженность	1	290	662	370	0	204	1 526
Краткосрочные финансовые вложения	-	25	161	7	10	-	203
Денежные средства и денежные эквиваленты	0	0	0	0	0	0	2
Прочие оборотные активы	-	62	107	33	0	6	208
Оборотные активы	1	763	1 605	810	10	488	3 677
Итого активы	711	2 229	4 658	1 921	17	1 757	11 293
Уставный капитал	474	241	112	20	2	73	921
Добавочный капитал	236	-	-	75	3	25	339
Резервный капитал	-	-	1	-	0	7	8
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	- 25	862	1 828	533	12	1 313	4 524
Капитал и резервы	686	1 102	1 941	628	17	1 419	5 792
Заёмные средства (долгосрочные)	25	303	1 374	111	-	74	1 888
Отложенные налоговые обязательства	0	-	-	-	-	-	0
Долгосрочные обязательства	25	303	1 374	111	-	74	1 888
Заёмные средства (краткосрочные)	-	384	540	800	-	235	1 959
Кредиторская задолженность	1	430	769	376	0	26	1 601
Доходы будущих периодов	-	-	-	-	-	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	-	9	34	6	-	3	52
Краткосрочные обязательства	1	824	1 343	1 182	0	264	3 613
Итого пассивы	711	2 229	4 658	1 921	17	1 757	11 293

Источник: составлено автором по данным [70].

Для анализа финансового положения необходимо перегруппировать бухгалтерский баланс в аналитический, обеспечивающий лучшее представление оцениваемых показателей. Пример аналитического баланса представлен в таблице 12. Оценивая структуру аналитического баланса, можно определить примерный уровень основных параметров, которые интересуют инвестора в проекте слияний и поглощений, а именно уровень чистых активов, оборотного капитала и чистого долга. В данном случае можно увидеть, что у Группы есть существенный уровень заемных средств, финансовых

вложений и основных средств. Исследование этих статей будет являться приоритетным направлением в рамках предынвестиционного анализа. Стоит отметить, что аналитические категории – чистый оборотный капитал и чистый долг, представлены до корректировок, так как никакой информации о нормальных уровнях этих показателей нельзя получить из бухгалтерского баланса.

Таблица 12 – Аналитический баланс Группы Агрохолдинг

В миллионах рублей

	ı	1	1	1	ь	миллион	ах рублеи
Строка баланса	Холдинг	Агро 1	Агро 2	Агро 3	Агро 4	Агро 5	Итого
Основные средства	-	700	1 635	484	-	306	3 126
Доходные вложения в материальные ценности	-	-	-	-	7	-	7
Долгосрочные финансовые вложения	703	754	1 324	525	-	922	4 229
Отложенные налоговые активы	7	-	-	-	-	-	7
Прочие внеоборотные активы	-	11	94	101	0	41	248
Итого внеоборотные активы	710	1 466	3 053	1 111	7	1 269	7 616
Запасы	-	375	631	399	-	274	1 679
Дебиторская и прочая задолженность	1	363	812	403	0	214	1 793
Кредиторская и прочая задолженность	(1)	(439)	(803)	(382)	(0)	(29)	(1 654)
Итого оборотный капитал	0	299	641	421	(0)	459	1 819
Краткосрочные финансовые вложения	-	25	161	7	10	-	203
Денежные средства и денежные эквиваленты	0	0	0	0	0	0	2
Заёмные средства (краткосрочные)	-	(384)	(540)	(800)	-	(235)	(1 959)
Заёмные средства (долгосрочные)	(25)	(303)	(1 374)	(111)	-	(74)	(1 888)
Итого чистый долг	(25)	(662)	(1 753)	(904)	10	(309)	(3 643)
Уставный капитал	(474)	(241)	(112)	(20)	(2)	(73)	(921)
Добавочный капитал	(236)	-	-	(75)	(3)	(25)	(339)
Резервный капитал	-	-	(1)	-	(0)	(7)	(8)
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	25	(862)	(1 828)	(533)	(12)	(1 313)	(4 524)
Итого капитал и резервы	(686)	(1 102)	(1 941)	(628)	(17)	(1 419)	(5 792)

Источник: составлено автором по данным [70].

Важность данного этапа заключается также в том, что периметр исследования уже может быть скорректирован, поскольку часть компаний являются «пустыми». Например, в холдинговой компании из-за характера ее деятельности следует изучить только

финансовые вложения и долгосрочные заемные средства как основные статьи баланса, которые могут нести в себе потенциальные риски для инвестора. В компании Агро 4, как у держателя активов, интересными для изучения будут являться статьи вложений в материальные ценности и краткосрочные финансовые вложения. Таким образом, объем исследования может быть существенно снижен, позволив как сократить сроки проекта, так и, потенциально, бюджет предынвестиционного исследования, если его проводят внешние консультанты.

Анализ отчета о финансовых результатах также является значимым элементом подготовки к проведению предынвестиционного анализа, позволяя оценить структуру затрат Группы и уровень финансовых результатов. Необходимо изучить каждую из строк отчета о финансовых результатах, приведенному в таблице 13, при условии, что его проведение будет обосновано удовлетворением требований ключевых стейкхолдеров.

Таблица 13 – Отчет о финансовых результатах Группы за 2018 год

В миллионах рублей

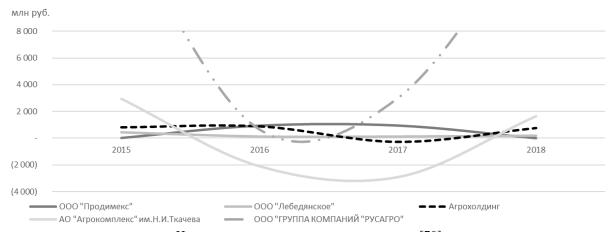
	1					В миллис	нах рублей
Строка ОФР	Холдинг	Агро 1	Агро 2	Агро 3	Агро 4	Агро 5	Итого
Выручка	0,1	1 294,4	1 527,1	1 250,7	20,6	583,8	4 676,7
Себестоимость продаж	-	(918,8)	(1 147,6)	(1 065,5)	(9,5)	(390,3)	(3 531,6)
Валовая прибыль (убыток)	0,1	375,6	379,6	185,2	11,1	193,6	1 145,1
Коммерческие расходы	-	(25,7)	(13,2)	(30,5)	-	(15,8)	(85,3)
Управленческие расходы	(0,3)	(49,5)	(74,4)	(52,8)	-	(24,5)	(201,5)
Прибыль (убыток) от продажи	(0,3)	300,4	291,9	101,9	11,1	153,3	858,3
Проценты к получению	-	2,3	5,9	2,8	0,3	0,6	11,9
Проценты к уплате	(0,1)	(56,5)	(121,8)	(51,4)	-	(18,3)	(248,1)
Прочие доходы	0,1	73,7	259,8	39,7	3,0	18,5	394,8
Прочие расходы	(0,2)	(64,5)	(104,2)	(84,1)	(0,6)	(10,7)	(264,3)
Прибыль (убыток) до налогообложения	(0,5)	255,4	331,6	8,9	13,8	143,4	752,6
Текущий налог на прибыль	-	(0,5)	(3,0)	-	-	-	(3,5)
Чистая прибыль (убыток)	(0,4)	254,9	328,5	8,9	13,8	143,4	749,1

Источник: составлено автором по данным [70].

В целом, существенных статей, которые не согласуются с представлением о деятельности каждой из компаний группы, в комбинированном отчете о финансовых результатах нет. Однако вероятность того, что большая часть операций является

внутригрупповой, достаточно высока. В связи с этим существует необходимость проведения последующей детальной проверки каждой статьи.

Необходимо сравнить показатели Группы с аналогичными компаниями в отрасли, результаты анализа можно увидеть на рисунке 9.



Источник: составлено автором по данным [70]. Рисунок 9 – Анализ динамики аналогичных компаний в отрасли

Так преобладает как отрасли большое количество компаний, специализирующихся на разных видах продукции, то брать среднерыночные показатели для сравнения не корректно. Для анализа динамики были выбраны 4 ближайших конкурента Агрохолдинг на рынке сельскохозяйственных услуг, сопоставимые по размерам с исследуемой группой. Показатель чистой прибыли был выбран для сравнения так как у разных компаний структура отчета о финансовых результатах может различаться, например у Группы Компаний «РУСАГРО» основной доход генерируется от участия в дочерних компаниях, выручка холдинговой компании близка к нулю. Можно увидеть, что динамика чистой прибыли Агрохолдинг лучше, чем у ближайших конкурентов, спад, присущий компаниям в 2016 и 2017 годах был меньше, чем у «РУСАГРО» и «Агрокомплекс», а показатели 2018 года приближены к средним по отрасли. Таким образом, компания является привлекательной целью инвестирования. Стоит отметить, что эта часть анализа в большей степени проводится для понимания исторической динамики показателей группы аналитиками на предварительной стадии предынвестиционного анализа. В рамках проектов слияний и поглощений инвестор осуществляет анализ рынка и выбор компании-цели в начале проекта или на предпроектной стадии, к моменту начала предынвестиционного анализа инвестор уже определился, что планирует приобретение бизнеса компании-цели и желает понять его фактическое состояние. Следовательно, анализ положения компании-цели на рынке проводится предынвестиционными аналитиками в осуществлять предварительное ознакомительных целях, позволяя планирование аналитических процедур.

По результатам предварительных работ можно выделить следующие ключевые моменты:

- хотя группа состоит из 6 компаний, основной объем работ можно сосредоточить на 4 ключевых участниках Группы (исключая Холдинговую компанию и Агро 4). Таким образом проводимые процедуры можно ограничить, сократив стоимость проекта, что является привлекательной возможностью по уменьшению транзакционных издержек для заказчика анализа;
- учитывая размер выручки компаний Группы, потребуются существенные трудовые ресурсы для анализа и документации ключевых требований заинтересованных сторон. Стоит подчеркнуть, что принятие решений о количестве сотрудников, занятых на проекте, и времени проверки ложится на непосредственного руководителя бизнесподразделения. Планируемое время и трудовые ресурсы должны быть достаточными для того, чтобы результат работ соответствовал профессиональному стандарту «Бизнесаналитик». На практике для проведения работ в рамках анализируемого проекта были выделены три ведущих аналитика, два аналитика-эксперта и восемь младших аналитиков. В указанном составе проверка заняла около четырех месяцев непрерывной работы в связи с большим объемом анализируемой информации (существенное время работы заняли процедуры по анализу контрактов и систематизации требований заинтересованных сторон);
- продажа Группы с высокой вероятностью связана со значительной долговой нагрузкой. Таким образом необходима проверка достаточности объема денежных средств, который генерируется Группой, для покрытия не только операционных издержек, но и для погашения долга. Важной частью предынвестиционного исследования будет изучение задолженности Группы, а также связанных с ней денежных потоков;
- требования Инвестора задокументированы в контракте на оказание услуг, который заключается в процессе проведения предварительного анализа компании-цели, и будет служить основным документом, регламентирующим предынвестиционный анализ и взаимодействие между его исполнителями и заказчиком.

Предварительный этап анализа завершается, когда аналитики получают доступ к внутренней информации компании-цели (включая возможность проведения собеседований с руководством или собственниками Цели), вследствие чего становится возможным проведение основных процедур предынвестиционного анализа. До этого момента проводятся различные организационные процедуры, характерные для этого этапа.

3.2 Выявление ключевых заинтересованных сторон и их требований в отношении проекта слияний и поглощений

Согласно предложенной методике проведения предынвестиционного анализа, первым шагом после предоставления доступа к внутренней информации компании-цели является определение направлений анализа через выявление заинтересованных сторон сделки и их требований. Этот этап анализа можно разделить на три большие части, которые могут выполняться одновременно разными исполнителями: изучение соглашений между участниками проекта, проведение независимых интервью и исследование данных учета. Из перечисленного необходимо выделить проведение независимых интервью, так как для общения с заинтересованными сторонами необходимо участие квалифицированных специалистов с большим практическим опытом, таких как старшие предынвестиционные аналитики или менеджеры проектов. Прочие процедуры могут проводится под их руководством, однако для непосредственного исполнения достаточно знаний и навыков, перечисленных для должности «Предынвестиционный аналитик» в разработанном профессиональном стандарте.

В рамках проекта между Инвестором и Целью (далее – Стороны) было заключено соглашение о намерениях (исходный текст соглашения о намерениях был составлен на английском языке и не будет приведен в целях соблюдения конфиденциальности участников проекта). В нем были зафиксированы требования Инвестора к проекту, в том числе к финансовому состоянию и результатам деятельности Цели, которые должны быть удовлетворены в ходе проекта или на момент закрытия сделки. В рамках предынвестиционного анализа необходимо осуществить проверку фактических значений следующих параметров:

- выручка Группы за 6 месяцев 2019 года составляет не менее 1 млрд руб.;
- сумма чистого долга на момент заключения сделки равна 4 300 млн руб., при этом в соглашении о намерениях указывается, как чистый долг должен быть рассчитан (краткосрочные и долгосрочные кредиты и займы, лизинговые обязательства за вычетом денежных средств и эквивалентов, а также прочие обязательства, аналогичные перечисленным по природе);
- отсутствие прочих обязательств перед третьими сторонами, которые могут нести в себе потенциальные финансовые риски;
- отсутствие долей участия в сторонних организациях, за исключением трех упомянутых выше компаний;

- обязательства по открытым гарантиям Группы должны быть рассмотрены и обсуждены сторонами отдельно на момент закрытия сделки;
- Стороны должны согласовать список активов, которые подлежат передаче
 Инвестору;
- Стороны должны приложить максимальные усилия для подготовки сделки до
 31 марта 2019 год и покупки акций до 31 мая 2019 года;
- Стороны договариваются о проведении предынвестиционного анализа (финансового, налогового, юридического, технического) в рамках данного проекта, который может осуществляться как собственными силами, так и с участием внешних консультантов;
- вся запрашиваемая информация должна быть предоставлена не позднее
 14 дней с даты запроса.

Таким образом, на начальном этапе сделки Инвестор обозначил свои основные требования к Цели и проекту. Часть требований касается финансового положения и долей участия, выполнение ЭТИХ требований должно быть проверено рамках предынвестиционного анализа. Другая часть требований связана с процессом проведения проекта и регулирует взаимодействие заинтересованных сторон. Следует отметить, что в данном случае уровень финансовых результатов не указан как ключевой критерий сделки, что является нетипичным для большинства проектов слияний и поглощений. Вместо этого, целью Инвестора являются активы компании, что позволяет сделать вывод о наличии планов их использования Инвестором в процессе собственного производства. Проверка соблюдение указанных требований со стороны компании-цели является приоритетным направлением при проведении предынвестиционного анализа и требует активных действий со стороны исполнителей по подтверждению согласованных в рамках соглашения о намерениях значений.

В рамках проведения предынвестиционного анализа ключевым аспектом являются потенциальные риски, которые сопутствуют проекту слияний и поглощений. Выявление таких рисков является первоочередной задачей для предынвестиционных аналитиков, а характерной чертой — отсутствие представления как Инвестора, так и аналитиков об их природе и сумме. Чтобы устранить асимметрию информации между участниками сделки, проводится серия независимых интервью, что позволяет выявить ключевых стейкхолдеров и создать предварительное представление об их требованиях как к проекту, так и к компании-цели. При проведении интервью с собственниками было установлено, что, хотя юридически холдинговая компания Группы принадлежит трем физическим лицам, фактическим собственником также является еще одно физическое лицо — Кузнецов К.К.,

активно принимающий участие в управлении Группой, а также владеющий торговой компанией ООО «ТД АгроДуо», через которую осуществляется реализация сельскохозяйственной продукции. Согласно результатам интервью, прочих связанных сторон у Группы нет. Однако, как уже было упомянуто ранее, полученные в процессе интервью результаты необходимо подтвердить в рамках процедур предынвестиционного анализа.

Не стоит также забывать о нефинансовых требованиях, которые существуют в рамках проекта. После проведения интервью с ключевыми сотрудниками компании-цели были выявлены следующие специфические нефинансовые аспекты деятельности, которые нужно учесть в предынвестиционном анализе:

- для осуществления своей деятельности организации осуществляют забор и очистку воды из окружающих водоемов (вода используется при мокром протравливании семян, или нанесении на них пестицидов перед посадкой). Кроме этого, Группа обеспечивает артезианской водой близлежащие поселения, так как существующие мощности позволяют осуществлять побочную деятельность. Ответственным органом контроля данного вида вспомогательной деятельности является Министерство природных ресурсов, которое обеспечивает соблюдение нормативов лицензии, выданной Федеральным агентством по недропользованию;
- Министерство внутренних дел предъявляет требования к предоставлению информации о прекурсорах (химикатах, которые используются в производстве);
- местные органы власти препятствуют сокращению штата сотрудников
 группы, так как это может сильно повлиять на уровень безработицы в регионе;
- сотрудники организации не обеспечиваются полисами добровольного медицинского страхования и не проходят обучение на курсах повышения квалификации за счет компании. В связи с этим представители интересов сотрудников готовят коллективный трудовой договор, в который будут включены эти социальные гарантии.

В отличие от финансовых и сопутствующих им требований (например, условий кредитных договоров), собрать информацию о выполнении нефинансовых требований возможно уже на первом этапе. На основании полученной информации можно выделить следующие основные требования к деятельности компании-цели, предъявляемые заинтересованными сторонами (государственными органами):

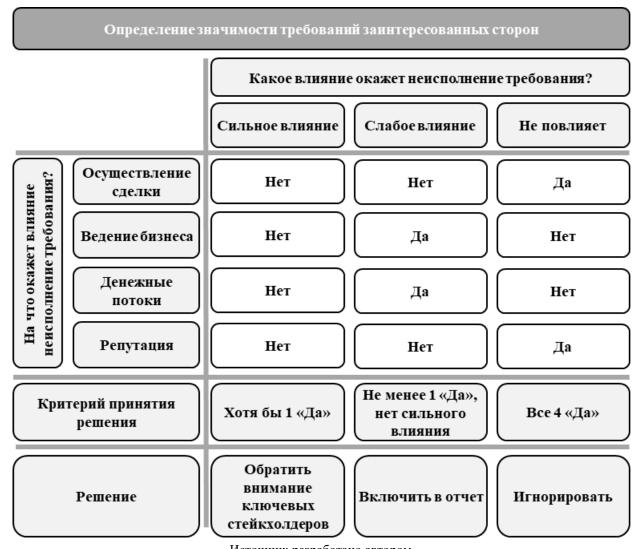
соблюдение нормативов по забору воды (Министерство природных ресурсов);

- обеспечение качественной водой близлежащих населенных пунктов (местные органы власти);
 - поддержание уровня занятости региона (местные органы власти);
- раскрытие информации о производственном процессе (Министерство внутренних дел).

Кроме этого, нельзя игнорировать требования сотрудников компании-цели:

- обеспечение условий труда (ДМС, программы развития);
- социальные гарантии (сохранение рабочих мест).

Для анализа значимости указанных требований целесообразно использовать разработанную в настоящем исследовании методику. При анализе требований необходимо сразу прогнозировать последствия их неисполнения. Для примера рассмотрим требование по соблюдению нормативов по забору воды, детальный анализ представлен на рисунке 10.



Источник: разработано автором.

Рисунок 10 – Определение значимости требования Министерства природных ресурсов

Неисполнение этого требования не окажет никакого воздействия на возможность заключения сделки, так как даже отзыв указанной лицензии не несет в себе существенных

рисков для бизнеса, а повлечет лишь необходимость перестроения отдельных частей производственных процессов (например, перехода на сухое протравливание). Нарушение нормативов водозабора в соответствии с Разделом II главой 7 ст. 7.3 КоАП РФ «Пользование недрами ... с нарушением условий, предусмотренных лицензией на пользование недрами...» влечет наложение административного штрафа на юридических лиц - от 300 до 500 тыс. рублей. Это требование может показаться существенным, но учитывая размер выручки компании-цели его можно охарактеризовать как слабое. Неисполнение рассматриваемого требования также не окажет существенного влияния на репутацию организации, так как обеспечивая население водой компания получает поддержку населения и местных органов государственной власти.

В результате анализа значимости требования можно сделать вывод, что его стоит включить в отчет по результатам предынвестиционного анализа, то есть необходимо провести процедуры проверки исполнения этого требования (только если бы требование можно было игнорировать, для него не понадобилось бы проводить дополнительных процедур. Для этого можно исследовать составляемые компанией-целью документы, используемые для внутренней и внешней отчетности.

Аналогично можно провести анализ прочих требований, которые предъявляются заинтересованными сторонами. Все требования органов государственной власти следует включить в отчет. Особое внимание ключевых стейкхолдеров проекта следует обратить на требования сотрудников. Внедрение коллективного трудового договора и социальных программ окажет существенное влияние на проект. Это связано с тем, что в организации работает большое количество персонала, а программа ДМС на одного сотрудника может оцениваться в значительную сумму. Предположим, что затраты на одного сотрудника составят не менее чем в 20 тыс. руб. ежегодно, в таком случае обеспечение 1 тыс. сотрудников полисом ДМС обойдется компании в 20 млн руб. дополнительных затрат ежегодно, которые в настоящее время организация не несет. Соответственно, такие требования окажут значительное влияние на финансовые результаты организации в обозримом будущем. С точки зрения неисполнения требований сотрудников могут возникнуть социальные конфликты, забастовки, повышенная текучесть персонала, что не только приведет к сбоям в производственном процессе, но и одновременно будет нарушать законодательство о труде и требования органов государственной власти о поддержании уровня занятости в регионе. Подсчет конкретных затрат от удовлетворения требований сотрудников организации не является задачей предынвестиционного анализа, финансовый риск от этой инициативы можно определить, основываясь на предпосылках и обозначить его как коридор значений, например, «от 20 до 70 млн руб. ежегодно».

Получив представление о требованиях заинтересованных сторон в рамках интервью, следует провести изучение данных учета. Это позволит собрать количественную информацию, необходимую для анализа выполнения требований стейкхолдеров. Для анализа бухгалтерской информации аналитикам была предоставлена база программного комплекса 1С, в которой ведется бухгалтерский учет для всех компаний Группы. Управленческий учет в группе не ведется. Первичный анализ стейкхолдеров, не являющихся непосредственными участниками проекта, и их требований можно получить через исследование оборотно-сальдовой ведомости (или аналогичного документа). На основании данных этого учетного регистра за 9 месяцев 2019 года можно получить следующую информацию о финансовых требованиях ключевых стейкхолдеров:

а) 4 535 млн руб. задолженности по кредитам (3 042 млн руб.), займам (1 092 млн руб.), а также процентам и ценным бумагам, как представлено в таблице 14. Анализ данной задолженности является приоритетным в данном случае, поскольку именно сумма чистого долга является одним из ключевых требований Инвестора в отношении данного проекта слияний и поглощений;

Таблица 14 – Требования ключевых заинтересованных сторон (кредиты и займы)

В тысячах рублей

		•		ъ.	гысячах руолеи
Счет учета	Наименование счета	Сальдо на начало	Оборот по дебету	Оборот по кредиту	Сальдо на конец
66.01	Краткосрочные кредиты	(1 660 000)	195 000	(195 000)	(1 660 000)
66.02	Проценты по краткосрочным кредитам	(1 092)	34 436	(35 190)	(1 846)
66.03	Краткосрочные займы	(298 340)	382 340	(1 097 500)	(1 013 500)
66.04	Проценты по краткосрочным займам	-	3 229	(21 446)	(18 217)
-	Итого расчеты по краткосрочным кредитам и займам	(1 959 432)	615 005	(1 349 136)	(2 693 564)
67.01	Долгосрочные кредиты	(1 483 885)	101 359	-	(1 382 527)
67.02	Проценты по долгосрочным кредитам	(2 996)	65 986	(65 706)	(2 716)
67.03	Долгосрочные займы	(87 020)	8 520	-	(78 500)
67.04	Проценты по долгосрочным займам	(1 165)	1 513	(2 187)	(1 839)
67.05	Долгосрочные долговые ценные бумаги	(376 159)	-	-	(376 159)
-	Итого расчеты по долгосрочным кредитам и займам	(1 951 225)	177 378	(67 894)	(1 841 741)
_	Итого займы	(3 910 657)	792 383	(1 417 030)	(4 535 304)

Источник: составлено автором.

б) 1 482 млн руб. кредиторской задолженности, как представлено в таблице 15, включая:

- 1) 1 457 млн руб. задолженности перед различными поставщиками и подрядчиками. Важность стейкхолдеров и их требований, которые входят в данную группу, будет определена далее в процессе анализа;
- 2) 13 млн руб. задолженности по налогам и взносам во внебюджетные фонды. Данной задолженности следует уделить особое внимание, поскольку государственные органы являются важнейшим внешним стейкхолдером в процессе слияний и поглощений, невыполнение их требований может привести к отмене сделки по слиянию или поглощению;
- 3) 12 млн руб. задолженности по оплате труда. В процессе дальнейшего анализа следует установить, является ли данная задолженность обязательствами, которые образовались в процессе операционной деятельности компании и будут погашены в следующем месяце после отчетной даты, или природа данной задолженности аналогична получению кредита от физических лиц. В зависимости от природы данной задолженности предстоит решить, следует ли ее реклассифицировать в долговые обязательства в дальнейшем, или нет.

Таблица 15 – Кредиторская задолженность за 1 полугодие 2019 года

В тысячах рублей Сальдо на Оборот по Оборот по Сальдо на Счет Наименование счета дебету учета начало кредиту конец 1 2 6 Расчеты с поставщиками и (297 541) 60.01 2 078 664 (1 966 595) (185471)подрядчиками Расчеты с поставщиками и 60.31 238 391 (239447)(1.056)подрядчиками (в у.е.) Расчеты с поставщиками и (297 541) 2 317 055 (2 206 041) (186 527) подрядчиками 62.02 Расчеты по авансам полученным (1 156 640) 1 475 018 (1 482 897) (1 164 520) (1 156 640) 1 475 018 (1 482 897) (1 164 520) Расчеты по авансам полученным НДФЛ при исполнении обязанностей 68.01 (2412)19 332 (19394)(2473)налогового агента 68.03 Водный налог (7) 11 (39)(35)68.06 (914)2 328 (2570) $(1\ 156)$ Земельный налог 1 731 68.07 Транспортный налог $(1\ 131)$ (1 172)(572)68.08 Налог на имущество (2213)4 201 (3920)(1933)(6677)27 603 (27.095) $(6\ 169)$ Расчеты по налогам и сборам 69.01 (770)4 000 (3843)(613)Расчеты по социальному страхованию Дополнительные взносы на страховую 69.02.5 (4) 30 (32)(6) часть пенсии работникам, занятым на работах с вредными условиями труда

Продолжение таблицы 15

1	2	3	4	5	6
69.02.6	Дополнительные взносы на страховую часть пенсии работникам, занятым на работах с тяжелыми условиями труда	(8)	35	(31)	(3)
69.02.7	Обязательное пенсионное страхование	(5 734)	30 077	(29 042)	(4 698)
69.03.1	Федеральный фонд ОМС	(1 675)	7 318	(6 732)	(1 089)
69.11	Расчеты по обязательному социальному страхованию от несчастных случаев на производстве и профессиональных заболеваний	(713)	3 082	(2 827)	(459)
-	Расчеты по социальному страхованию и обеспечению	(8 903)	44 541	(42 507)	(6 868)
70	Расчеты с персоналом по оплате труда	(11 043)	131 951	(132 575)	(11 667)
75.02	Расчеты по выплате доходов	(21)	-	-	(21)
-	Расчеты с персоналом и подотчетными лицами	(11 064)	131 951	(132 575)	(11 688)
76.01.1	Расчеты по имущественному и личному страхованию	(2 484)	5 942	(6 774)	(3 315)
76.07.1	Арендные обязательства	(80 338)	17 416	(24 183)	(87 106)
76.08.1	Расчеты по аренде с физ. лицами	(14 129)	24 412	(11 303)	(1 019)
76.08.2	Расчеты по аренде с физ. лицами	(11 709)	20 254	(15 017)	(6 472)
76.41	Расчеты по исполнительным документам работников	(764)	2 988	(2 668)	(445)
76.49	Расчеты по прочим удержаниям из заработной платы работников	(49)	233	(216)	(32)
76.BA	НДС по авансам и предоплатам выданным	(31 620)	65 896	(42 018)	(7 742)
-	Расчеты с разными дебиторами и кредиторами	(141 093)	137 141	(102 178)	(106 130)
-	Итого кредиторская задолженность	(1 621 918)	4 133 309	(3 993 294)	(1 481 902)

Источник: составлено автором.

Однако, не стоит также упускать из виду требования самой организации в отношении различных стейкхолдеров, указанные в таблице 16.

Таблица 16 – Дебиторская задолженность за 1 полугодие 2019 года

В тысячах рублей Счет Сальдо на Оборот по Оборот по Сальдо на Наименование счета дебету конец учета начало кредиту 4 6 1 2 3 5 60.02 Расчеты по авансам выданным 1 167 585 685 096 (1 642 146) 210 535 60.32 Расчеты по авансам выданным (в у.е.) 112 866 127 962 (226 673) 14 155 (1 868 819) 224 690 Расчеты с поставщиками и подрядчиками 1 280 452 813 058

Продолжение таблицы 16

1	2	3	4	5	6
62.01	Расчеты с покупателями и заказчиками	134 869	1 220 430	(930 371)	424 929
68.02	Налог на добавленную стоимость	(5 981)	461 860	(330 436)	125 443
68.04.1	Расчеты с бюджетом	1 460	7 002	(6 101)	2 361
68.10	Налог на загрязнение окружающей среды	14	23	(20)	17
68.11	Единый налог на вмененный доход	120	-	-	120
68.12	Налог при упрощенной системе налогообложения (ECXH)	(27)	270	(89)	153
-	Итого расчеты по налогам и сборам	(4 413)	469 154	(336 647)	128 094
73.03	Расчеты по прочим операциям	5 258	3 720	(1 303)	7 674
-	Итого расчеты с персоналом по прочим операциям	5 258	3 720	(1 303)	7 674
76.01.9	Платежи (взносы) по прочим видам страхования	90 062	10 137	(34 629)	65 570
76.02	Расчеты по претензиям	354	81	(81)	354
76.05	Расчеты с прочими поставщиками и подрядчиками	81 618	58 271	(90 940)	48 950
76.07.2	Задолженность по лизинговым платежам	16 653	48 314	(46 028)	18 938
76.07.9	НДС по арендным обязательствам	13 204	3 907	(2 784)	14 327
76.AB	НДС по авансам и предоплатам	105 154	134 938	(134 208)	105 884
-	Итого расчеты с разными дебиторами и кредиторами	307 046	255 648	(308 671)	254 023
-	Итого дебиторская задолженность	1 723 211	2 762 010	(3 445 810)	1 039 411

Источник: составлено автором.

Отличительной особенностью данной части требований является возможность взыскания суммы задолженности с третьих лиц:

- 783 млн руб. задолженности различных контрагентов, включая покупателей и поставщиков. Вероятным является неуплата покупателем задолженности, а также отсутствие поступления товаров или услуг после получения авансов. Как мы видим из ОСВ, резервы по сомнительным долгам (счет 63) в Группе не создаются, таким образом наличие и сумма резерва является предметом дальнейшего анализа;
- 248 млн руб. задолженности налоговой и внебюджетных фондов перед организацией объясняется наличием авансов от организации. Переплата по налогам и социальным отчислениям является положительным моментом, поскольку снижает риски возникновения претензий со стороны государственных органов, начисления штрафов и применения прочих санкций;

– расчеты с персоналом по прочим операциям на 8 млн руб. являются предметом для изучения в процессе предынвестиционного анализа. Операции, которые проходят через физических лиц необходимо исследовать с особой тщательностью, поскольку именно через них чаще всего собственники или руководство компании осуществляет вывод средств из периметра группы. В связи с этим возможность возврата данных средств необходимо оценивать с особой тщательностью, несмотря на маленькую сумму денежных средств (относительно размеров группы).

Таким образом, через верхнеуровневый анализ финансовой информации и изучение требований стейкхолдеров были определены основные финансовые направления предынвестиционного анализа в данном проекте:

- исследование чистого долга, его структуры, графика погашения;
- анализ дебиторской и кредиторской задолженности, в том числе по срокам возникновения;
- изучение финансовых вложений на предмет наличия долей участия в сторонние организации;
 - анализ состава активов для разделения на момент закрытия сделки;
- поиск прочих обязательств, которые несут в себе потенциальные риски для проекта.

По результатам первого этапа проектной части анализа были выявлены финансовые и нефинансовые требования, которые необходимо будет детально изучить на следующих этапах анализа. Полученные данные не достаточны для завершения анализа, а лишь будут способствовать его осуществлению. Собранная и обработанная информация о стейкхолдерах и их требованиях поможет структурировать дальнейшие действия, направив необходимые трудовые ресурсы на изучение ключевых аспектов деятельности компаниицели, которые могут нести в себе потенциальные риски.

3.3 Детальное исследование данных учета компании-цели для анализа выполнения требований ключевых стейкхолдеров

Определившись с основными направлениями исследований, следует приступить к детальному изучению данных учета. Это позволит получить подробную информацию о составе контрагентов, объеме оборотов и остатков по расчетам с ними по различным счетам. Первым разделом для изучения будут являться финансовые результаты и операционная деятельность компании-цели, так как это позволит создать представление об источниках доходов и статьях расходов бизнес-системы. После этого необходимо будет

изучить финансовое состояние компании-цели, чтобы выявить значительные требования, которые могут существовать между различными заинтересованными сторонами и касаться компании-цели. На проведенного исследования можно будет анализировать соответствие компании-цели критериям устойчивого развития, как финансовым, так и нефинансовым.

Анализ финансовых результатов и операционной деятельности

Следует начинать изучение с постатейного анализа отчета о финансовых результатах, что дает возможность получать информацию о ключевых контрагентах (поставщиках и покупателях). Анализ выручки необходимо осуществлять при помощи изучения аналитических реестров учета. Из отчета по проводкам с аналитикой «ДТ 62.01 - КТ 90.01» возможно получить подробно структурированную выручку в разрезе клиентов, товаров и количеств, а также компаний группы. Результаты анализа природы выручки представлены в таблице 17. Ключевыми продуктами Группы являются сахарная свекла, пшеница, ячмень и картофель. Это согласуется с бизнес-моделью Группы. Данная часть анализа необходима, поскольку наличие существенных доходов от прочих видов деятельности приведет к необходимости корректировок выручки на их сумму, в данном случае видно, что реализация материалов и товаров носит несистематический характер.

Таблица 17 – Выручка Группы по видам продукции

D		2017			2018		6 месяцев 2019		19
Вид продукции	Выручка, млн руб.	Кол-во, тыс. тонн	Цена за тонну, тыс. руб.	Выручка, млн руб.	Кол-во, тыс. тонн	Цена за тонну, тыс. руб.	Выручка, млн руб.	Кол-во, тыс. тонн	Цена за тонну, тыс. руб.
Сахарная свекла	1 818	774	2,3	2 049	665	3,1	-	-	-
Пшеница	588	84	7,0	798	98	8,2	381	34	11,2
Ячмень	358	51	7,0	727	75	9,7	58	6	9,9
Картофель	50	4 483	0,01	317	18 674	0,02	327	17 217	0,02
Услуги по хранению	133	700	0,2	120	440	0,3	52	79	0,7
Рожь	68	10	6,8	101	16	6,4	29	3	10
Реализация материалов и товаров	-	-	-	171	1 162	0,1	23	225	0,1
Прочие	359	427	-	393	514	-	189	64	-
Итого	3 372	6 529	-	4 677	21 644	_	1 058	17 627	-

Источник: составлено автором.

Выручку по видам продукции необходимо анализировать одновременно с изучением контрагентов, представленных в таблице 18.

Таблица 18 – Выручка по контрагентам

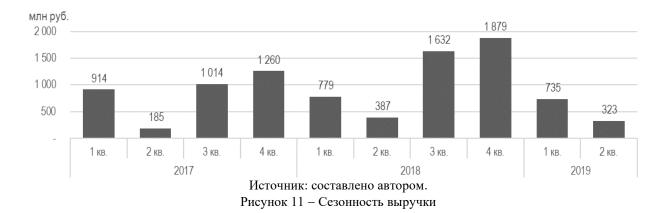
В миллионах рублей

Группа	Контрагент	2017	2018	6м 2019
	Агро 1	48	79	27
Внутригрупповые	Агро 2	77	35	23
операции	Агро 3	12	62	7
	Агро 4	23	32	8
	ТД АгроДуо ООО	925	1 627	464
	Добринский сахарный завод ООО	1 014	1 207	-
Связанные стороны	Промпоставка ООО	-	90	-
	ИП Кузнецов К.К.	-	13	-
	Лебедянский сахарный завод АО	708	843	-
Операции с третьими	Фрито лей мануфактуринг, ООО	49	266	256
сторонами	Агрофирма Дуо ООО	116	131	76
	Прочие	399	291	197
Итого выручка	-	3 372	4 677	1 058

Источник: составлено автором.

Нетипичные операции в основном включали в себя реализацию сахара ООО «Промпоставка» на 90 млн руб. и продажу дизельного топлива ИП Кузнецову К.К. на 13 млн руб. в 2018 году, остальная часть выручки была высоко диверсифицирована. Эти операции не являются обычными в рамках бизнес-модели Группы, поскольку Цель производит и продает собственную сельскохозяйственную продукцию. Иными словами, данные контрагенты являются выявленными связанными сторонами, выручку по которым нужно корректировать. Сахар поступил в Группу для перепродажи, в связи с этим вероятно, что продавец сахара (Добринский сахарный завод) также является связанной стороной.

Исследование сезонности выручки является необходимой частью анализа, позволяя изучить операционный цикл организации и понять, зависит ли выручка от времени года. Анализ сезонности группы, представленный на рисунке 11, позволяет увидеть, что основной объем выручки приходится на 3 и 4 кварталы, что согласуется с моделью деятельности сельскохозяйственных предприятий, которые собирают урожай сельскохозяйственных культур во втором полугодии. Таким образом, полученные результаты корректно отражают деятельность Группы.



Необходимо рассчитать суммы корректировок к выручке Группы, убрав из нее внутригрупповые, нетипичные и разовые операции, а также сумму выручки, которая была получена не на рыночных условиях. Это делается для того, чтобы оценить уровень выручки, который будет получать Группа после окончания проекта, когда сделок со связанными сторонами не будет. Для расчета корректировок необходимо определить, какой уровень цен был в сделках с несвязанными контрагентами. Для этого можно выбрать аналогичные по природе операции (продажа сахарной свеклы) с контрагентом Лебедянский сахарный завод. Цена за тонну свеклы с этим контрагентом ниже, чем по операциям с Добринским, хотя количество продукции, реализованной данному контрагенту меньше. Можно сделать предположение, что цена со связанной стороной была установлена выше рыночной. Сумму корректировки будет состоять из разницы между выручкой на рыночных условиях и реально полученной. Итоговые значения скорректированной выручки группы представлены на рисунке 12.



Рисунок 12 – Скорректированная выручка Группы

Следующим шагом является изучение структуры закупок группы для выявления рисков перераспределения денежных средств вне группы. Для этого необходимо

проанализировать отчет по проводкам с аналитикой «ДТ 20 (23,25,26) - КТ 60.01» за анализируемый период, полученные данные приведены в таблице 19.

Таблица 19 – Закупки в разрезе контрагентов

В миллионах рублей

2017	2010	
	2018	6м 2019
179	187	67
117	125	19
1	1	0
29	13	23
18	25	4
36	13	7
13	13	5
63	133	27
2	11	0
58	59	33
13	67	17
35	35	12
8	34	23
18	20	4
6	21	7
26	4	3
9	17	5
-	29	-
8	7	5
17	-	-
166	173	42
822	987	303
	117 1 29 18 36 13 63 2 58 13 35 8 18 6 26 9 - 8 17 166	117 125 1 1 29 13 18 25 36 13 13 13 63 133 2 11 58 59 13 67 35 35 8 34 18 20 6 21 26 4 9 17 - 29 8 7 17 - 166 173

Источник: составлено автором.

Из учета следует, что со связанными сторонами осуществлялись также операции закупок, в 2017 и 2018 годах около 300 млн рублей ежегодно уходило в связанные компании. Если природу оказанных услуг можно проанализировать, то доказать реальность

операций практически невозможно, как и проверить уровень цен со связанными сторонами. Можно сделать допущение, что вся сумма, которая переходит из группы связанным сторонам – является выводом средств за периметр группы. Риск для инвестора заключается в том, что получаемые от деятельности средства не направлялись на развитие компании, а использовались для других целей, создавая стоимость другого бизнеса, который не входит в периметр сделки.

Соответственно в интересах инвестора получить информацию об использовании средств связанной стороной или расширить периметр проекта минимум на 2 юридических лица. Хотя речь идет об статусе индивидуального предпринимателя, покупка этого бизнеса также возможна и может оформляться через переоформление активов и контрактов на другое юридическое лицо с упрощенной системой налогообложения.

Результаты предынвестиционного анализа финансовых результатов и операционной деятельности АгроХолдинг следующие:

- были выявлены новые связанные стороны ООО «Промпоставка» и ИП Кузнецов, которые не упоминались ранее. Инвестору необходимо обратить внимание на операции с данными сторонами для потенциальной формулировки новых требований к проекту и поглощаемой группе (периметр поглощения может быть расширен);
- проведены корректировки выручки, в результате которых финансовые результаты представлены в нормализованном виде, удовлетворяющем поставленным Инвестором требованиям;
 - выделен объем закупок от связанных сторон (86 млн руб. за 6 мес. 2019 г.);
- определен объем операций с ООО «ТД АгроДуо», контролируемой неформальным собственником поглощаемой компании. Учитывая существенные обороты с данной компанией, а также тот факт, что она находится вне периметра поглощения, рекомендацией Инвестору будет включение данной компании в периметр или запрос детальной информации об условиях сделок с конечными покупателями. Без постановки данных требований анализ выручки нельзя считать завершенным, поскольку существенная часть информации является недоступной для изучения.

Для выполнения требований ключевых стейкхолдеров в рамках данного проекта проведенный анализ финансовых результатов и операционной деятельности является достаточным, поскольку проведенные процедуры позволили выявить ключевых поставщиков, клиентов и рассчитать суммы корректировок к данным показателям. При наличии других требований стейкхолдеров, проводимые процедуры могут быть дополнены или сфокусированы на прочих аспектах деятельности, например, на издержках.

Анализ финансового состояния компании цели

Первоочередным при анализе финансового состояния является определение чистого долга Группы, как требований ключевых стейкхолдеров, которые могут оказать существенное влияние на проект. Представление о долге Группы можно получить из данных учета (из ОСВ по счетам задолженности). Поскольку периметр поглощения совпадает с периметром группы, то презентация долга по компаниям не является столь существенным моментом, как если бы в периметре поглощения была бы только часть компаний. В чистый долг группы, по определению из соглашения о намерениях, включаются краткосрочные и долгосрочные кредиты и лизинговые обязательства за вычетом денежных средств и эквивалентов, а также прочие обязательства, аналогичные перечисленным по природе. Информация, полученная из базы данных 1С, представлена в таблице 20.

Таблица 20 – Структура чистого долга Группы

В миллионах рублей

Статья	Контрагент	иллионах руолеи Сумма
TC.	Сбербанк, ПАО	(1 662)
Краткосрочная задолженность	Добринский сахарный завод, ООО	(1 032)
	Сбербанк, ПАО	(1 385)
Долгосрочная задолженность	Добринский сахарный завод, ООО	(111)
	ТД АгроДуо, ООО	(99)
	Внутригрупповая задолженность	(247)
Денежные средства и эквиваленты	-	47
	Росагролизинг, АО	(33)
	ЛК Европлан, АО	(26)
Лизинговые обязательства	Де Лаге Ланден Лизинг,ООО	(9)
	Сбербанк Лизинг,АО	(9)
	Альфамобиль, ООО	(1)
Итого чистый долг	-	(4 567)

Источник: составлено автором.

Полученные результаты демонстрируют, что чистый долг группы на 21 млн руб. больше, чем указанный в соглашении о намерениях. Именно эта сумма будет являться корректировкой к долгу. Однако, следует необходимо выделить и проанализировать часть долга от связанных сторон и внутригрупповую задолженность, поскольку обычно условия

погашения этой задолженности сильно отличаются от рыночных как по размеру процентов, так и по срокам, что может повлечь за собой дополнительные корректировки.

Краткосрочная задолженность группы представлена кредитами от ПАО Сбербанк на 1.6 млрд рублей и займами от связанных сторон на 1 млрд руб., как указано в таблице 21.

Таблица 21 – Краткосрочная задолженность

Контрагент	Номер договора	Процентная Дата ставка погашения		Долг на 30.06.2019 в млн руб.
Добринский сахарный завод ООО	б/н	5,2	01.03.2020	(1 025)
	610118159 SX	3,0	23.10.2019	(276)
	610118113 SX	3,0	26.08.2019	(225)
	610118112 SX	3,0	26.08.2019	(218)
Сбербанк ПАО	610118114 SX	3,0	28.07.2019	(185)
	610118161 SX	3,0	23.10.2019	(183)
	610118160 SX	3,0	23.10.2019	(144)
	610118110 SX	3,0	26.08.2019	(127)
	610118158 SX	3,0	23.10.2019	(108)
Сбербанк ПАО	610119033 SX	3,2	12.03.2020	(105)
	610119032 SX	3,0	12.03.2020	(90)
Итого	-	-	-	(2 687)

Источник: составлено автором.

Стоит также обратить внимание на процентные ставки по займам, поскольку при снижении ключевой ставки Центрального Банка России более выгодным может быть рефинансирование текущей задолженности под меньший процент после заключения сделки. Кредиты от ПАО Сбербанк выданы преимущественно под 3%, что является крайне низкой ставкой и не соответствует рыночным условиям. Этот аспект будет детально изучен при анализе контрактов, поскольку получить обоснование данной ставки из информации учета не представляется возможным. Необходимо детальное изучение существующих договоров кредита или займа для определения их фактических условий.

Долгосрочная задолженность представлена как кредитами от ПАО Сбербанк на 1.4 млрд рублей, так и займами от компаний группы (247 млн руб.) и связанных сторон (210 млн руб.). Более подробно структура долгосрочной задолженности представлена в приложении Б. В отличие от краткосрочной задолженности, которая будет погашена не

позднее года после отчетной даты, долгосрочная задолженность должна быть проанализирована в первую очередь по срокам погашения, как указано на рисунке 13.

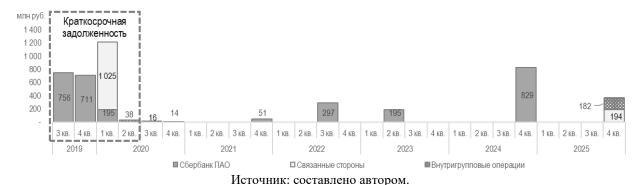


Рисунок 13 — График погашения задолженности Группы

На диаграмме можно увидеть, что основная часть задолженности в размере 829 млн руб. планируется к выплате в 4 квартале 2024 года. Инвестору необходимо учитывать срочность данных требований ключевых стейкхолдеров, поскольку аккумуляция такого объема средств требует предварительной подготовки или рефинансирования, учитывая, что не менее 1,7 млрд рублей задолженности третьих лиц планируется к уплате в течение 9 месяцев. Одновременно с анализом структуры долга осуществляется выборка контрактов для анализа на следующем этапе. Договоры кредита и займа, которые составляют основную часть долга, являются приоритетными к дальнейшему рассмотрению.

Необходимо проанализировать привлечение краткосрочных средств на ежемесячной основе, поскольку возможным сценарием для Группы является привлечение новой задолженности для рефинансирования текущей, что будет означать отсутствие возможности погашения кредитных средств без дополнительного финансирования со стороны Инвестора. Результаты исследования денежных потоков приведены на рисунке 14.

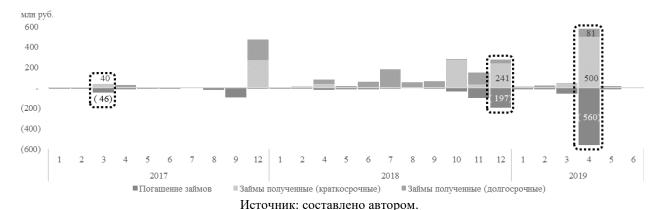


Рисунок 14 – Анализ использования кредитных средств

Анализируя полученный график, можно увидеть, что начиная с декабря 2018 года основная задолженность гасилась через привлечение новых займов, преимущественно

краткосрочных. Это подтверждает, что компания-цель не справляется с долговой нагрузкой и нуждается во внешних инвестициях.

Следует особо выделить, что на приведенном примере показываются денежные потоки лишь от определённого вида операций (взаимодействия с кредиторами и заёмщиками), полный анализ денежных потоков Цели не осуществляется в рамках проектов, если это не является требованием одной из ключевых заинтересованных сторон. Это связано с тем, что процесс анализа денежных потоков крайне трудоемкий, так как доступная аналитика в учетных системах в большинстве случаев не позволяет досконально изучать реальное использование средств, что порождает необходимость в запросе большого количества дополнительных данных. Более того, информация, полученная в результате анализа, представляет интерес не столько для потенциального инвестора, сколько для менеджмента в целях обоснования управленческих решений. Учитывая ограниченность сроков проекта, проведение процедур по полному анализу денежных потоков не является целесообразным и обычно не проводится в рамках предынвестиционного анализа, но может быть предложено Инвестору как дополнительный постпроектный вид услуг.

Далее следует изучить динамику оборотного капитала группы и оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности. Это позволит проверить, что уровень чистого оборотного капитала не был искусственно завышен или занижен. Для этого следует выгрузить из данных учета ежемесячные остатки по счетам оборотного капитала. Особенностью подготовки подобной информации является то, что отсутствие движения по счетам никак не отражается в системах бухгалтерского учета. Эту специфику необходимо учитывать при проведении экспертизы. Результаты анализа могут быть представлены в виде графика, приведенного на рисунке 15.

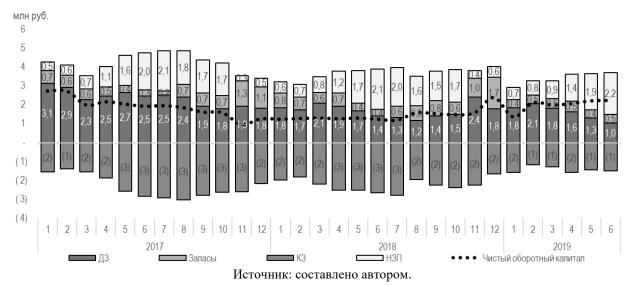


Рисунок 15 – Динамика чистого оборотного капитала Агрохолдинг

Можно увидеть, что оборотный капитал Агрохолдинга также отличается высокой сезонностью, особенно четко прослеживается обратная взаимосвязь НЗП и запасов в 4 квартале каждого года, что объясняется созреванием сельскохозяйственной продукции. При этом, уровни дебиторской и кредиторской задолженности ниже, чем в аналогичных периодах прошлых лет, в связи с чем необходимо их детально проанализировать по срокам оборачиваемости. Как уже упоминалось ранее, манипулирование сроками оплаты как дебиторской, так и кредиторской задолженностей может оказать существенное влияние на финансовое положение на момент сделки, что повлечет за собой корректировки к стоимости бизнеса. Следует отметить, что используется классическая формула коэффициентов оборачиваемости, но поскольку исследуется ежемесячная динамика этих показателей, в расчетах используется фактическое количество дней в каждом месяце. Результаты анализа представлены на рисунках 16 и 17.

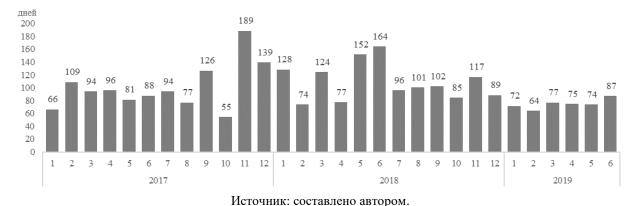


Рисунок 16 – Анализ коэффициента оборачиваемости дебиторской задолженности

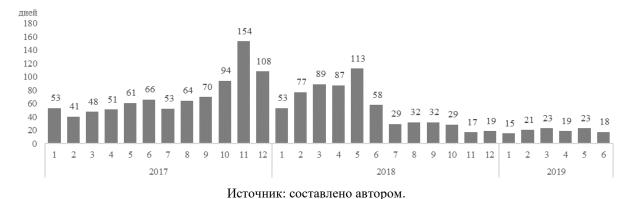


Рисунок 17 – Анализ коэффициента оборачиваемости кредиторской задолженности

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности существенно не изменился, таким образом компания-цель не сокращала сроки оплаты для более быстрой оборачиваемости средств. Оборачиваемость кредиторской задолженности существенно уменьшилась в июле 2018 года. Вероятно, что поставщики изменили политику в отношении сроков оплаты, например, снизив их с 60 до 30 дней. Для компании это негативный фактор,

так как свободные денежные средства возможно использовать в течение меньшего периода времени.

Однако, основной интерес представляет нормальный уровень чистого оборотного капитала. Для его анализа необходимо взять среднее значение за доступные для анализа периоды, чтобы сгладить сезонность колебаний, как показано в таблице 22.

Таблица 22 – Анализ нормального уровня чистого оборотного капитала

В миллионах рублей

					B minimonan pyonen
Строка баланса	30.06.2017	30.06.2018	30.06.2019	Среднее значение	Отклонение от среднего значения
Дебиторская задолженность	2 469	1 409	1 039	1 947	(908)
Запасы	327	368	458	655	(198)
Кредиторская задолженность	(2 841)	(2 641)	(1 482)	(2 109)	627
НЗП	1 967	2 103	2 221	1 243	979
Итого чистый оборотный капитал	1 922	1 239	2 236	1 736	500

Источник: составлено автором.

Из нее можно увидеть, что чистый рабочий капитал на конец июля существенно выше, чем должен быть. Это объясняется значительно более низким уровнем кредиторской задолженности (на 627 млн руб. меньше, чем среднее значение), что позволяет сделать вывод о более раннем погашении задолженности перед поставщиками, что согласуется с изменением оборачиваемости кредиторской задолженности. Это является негативным фактором для инвестора, так как стоимость сделки будет увеличена на 500 млн руб. (та сумма, которая была направлена на погашение задолженности перед контрагентами, уменьшившая сумму обязательств, приобретаемых инвестором вместе с бизнесом компании-цели).

Однако, ранее уже упоминалась взаимосвязь между чистым оборотным капиталом и чистым долгом. Необходимо также проанализировать значения последнего так как вероятно, что были получены кредитные средства, которые пошли на досрочное погашение кредиторской Для необходимо **ЧТИРУЕ**И краткосрочную задолженности. этого задолженность, привлеченную за последние 6 месяцев до сделки (или с даты после подписания соглашения о намерениях), так как маловероятно, чтобы манипулирование уровнями чистого долга и чистого оборотного капитала могло быть запланировано заранее с расчетом на заключение сделки на определенных условиях. За этот период были привлечены только 2 займа от ПАО Сбербанк (от 12 марта 2019 года) общей суммой на 260 млн руб. под 3,2% годовых. Проверить фактическое использование этих средств достаточно сложно, так как эти кредитные средства являются нецелевыми. В рамках

предынвестиционного анализа можно сделать допущение, что именно эта сумма была инвестирована в погашение части кредиторской задолженности. Таким образом, реальный объем собственных средств, который был израсходован компанией-целью составляет 240 млн руб.

Теперь перейдем к детальному изучению требований, выявленных на первом этапе. Исследование отношений с персоналом показало, что компания проводит политику «социального кредитования», позволяя сотрудникам получить беспроцентные займы (которые не оформляются договором) на 30 тыс. руб. не более чем на 6 месяцев. Несмотря на сомнительность этих операций, риски по ним незначительны, как с финансовой (даже если сотрудники не погасят заем, его можно удержать из заработной платы), так и с налоговой точек зрения (эти операции не являются доходом или расходом, не исключаются из налогооблагаемой базы).

Необходимо также провести детальный анализ структуры дебиторской и кредиторской задолженности. В кредиторской задолженности преобладают авансы полученные, широко диверсифицированные по контрагентам, что согласуется с бизнесмоделью группы, соответственно дополнительного анализа не требуется. Анализ дебиторской задолженности по срокам возникновения, представленный в таблице 23, позволяет определить объём средств, которые маловероятны к получению.

Таблица 23 – Анализ дебиторской задолженности по срокам возникновения

В миллионах рублей

					В миллі	ионах рублей
Контрагент	Менее 90	90-180	180-270	270-365	Более	Итого
Tromput our	дней	дней	дней	дней	365 дней	111010
1	2	3	4	5	6	7
Лебедянский сахарный завод АО	42	-	-	-	-	42
Фрито лей мануфактуринг, ООО	22	5	-	-	-	27
Лебедяньмолоко ООО	4	-	13	-	7	24
БМК АО	20	-	-	-	-	20
ДАНОН РОССИЯ АО	11	-	-	-	-	11
Карлсберг Восточная Европа ООО	11	-	-	-	-	11
EMCK AO	10	-	-	-	-	10
ЛУЧ 000	2	-	1	1	-	4
Прочие	248	22	6	-	-	276
Расчеты с покупателями и заказчиками	370	27	19	1	7	425
ИП Кузнецов К.К.	-	-	46	64	16	127

Продолжение таблицы 23

1	2	3	4	5	6	7
РУС СОШКИ, ООО	70	-	-	-	-	70
Прочие	28	-	-	-	-	28
Расчеты по авансам выданным	98	-	46	64	16	225
Итого	468	27	66	65	23	650

Источник: составлено автором.

Для такой задолженности необходимо осуществить расчет резерва, если он не создается организацией. Стоит отметить, что согласно п. 70 Приказа Минфина России от 29.07.1998 № 34н «Об утверждении Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации», организация обязана оценивать задолженность в отношении каждого дебитора [22]. Если организация полагает, что задолженность не является сомнительной, то создавать резерв по ней не нужно. Порядок формирования рассматриваемого резерва, а также критерии оценки сомнительности задолженности нормативно не урегулированы и остаются на усмотрение организации. Таким образом, большинство организаций на практике не создают резервы по сомнительным долгам, ссылаясь не нечеткость критериев оценки «сомнительности» задолженности. Следовательно, в рамках проекта следует анализировать задолженность по критериям, указанным в соглашении о намерениях, а при отсутствии таковых, исходя из устоявшихся бизнес-практик (которые могут быть закреплены во внутренних документах организации-исполнителя предынвестиционного анализа).

Другими словами, необходимо выделить задолженность со сроком возникновения более чем за 180 дней до анализируемой даты (даты сделки). Однако, задолженность со связанными сторонами должна быть исключена из рассмотрения, так как мотивы ее неуплаты отличаются от типично рыночных. Таким образом, задолженность в размере 28 млн руб. не будет получена, необходим резерв на нее, который скорректирует цену сделки, таким образом итоговая корректировка составит уже 212 млн руб. (т.к. эта дебиторская задолженность не будет погашена, то необходимо уменьшить сумму сделки на недополученную сумму).

Важной составляющей проекта слияний и поглощений является прогноз капитальных вложений. Учитывая планы Инвестора на использование основных средств Группы в дальнейшей деятельности, этот аспект является достаточно важным в рамках этого проекта. Для понимания объемов капитальных инвестиций можно проанализировать реестр основных средств.

Первоначальную стоимость основных средств можно представить графически на рисунке 18, что позволит сделать вывод, что более 1 млрд руб. было инвестировано во внеоборотные активы до 2010 года, то есть более 10 лет назад. Хотя часть активов и была приобретена сравнительно недавно, вероятно, что срок их полезного использования этих активов близится к концу.

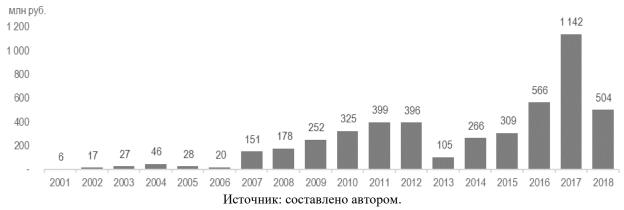


Рисунок 18 – Исторический уровень вложений во внеоборотные активы

Необходимо понимать, что можно также провести физический осмотр и анализ реального износа и технического состояния основных средств. Однако, зачастую, это осуществляется уже после проведения предынвестиционного анализа, и совмещается со сплошной инвентаризацией основных средств (а по совместительству, и прочих активов) ближе к дате заключения сделки. Для инвестора в процессе проекта важны не доскональные сведения о внеоборотных активах, а общее представление об их значимости в производстве и целесообразности приобретения, чтобы принять решение о включении или исключении тех или иных активов в периметр сделки. Более того, если инвестор заинтересован в точной оценке состояния и стоимости активов, в процессе предынвестиционного анализа привлекаются независимые оценщики имущества.

Прогноз капитальных вложений предоставлен на рисунке 19. Из анализа прогноза видно, что существенная часть основных средств будет непригодна к использованию уже через 5 лет после инвестирования, так что важным этапом в рамках этого проекта будет является проверка адекватности исторического уровня капитальных вложений, поскольку вероятно, что производственные мощности не обновлялись Группой ввиду потенциальной сделки. Если эта гипотеза подтвердится, то стоимость сделки необходимо будет увеличить на сумму необходимых капитальных вложений, так как средства Группы не инвестировались в производство в достаточном объеме, что приведет к высокому текущему износу оборудования и делает его потенциально непригодным в дальнейшем.

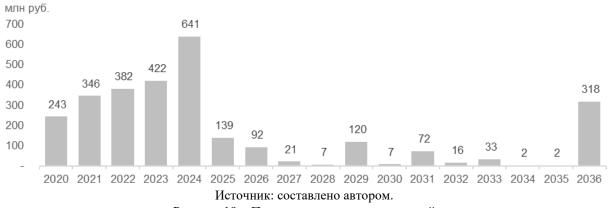


Рисунок 19 – Прогноз капитальных вложений

Однако, при сравнении уровня амортизации и капитальных вложений, которые можно увидеть на рисунке 20, становится очевидным, что Группа активно обновляет внеоборотные активы, так как износ существенно ниже, чем инвестиции.

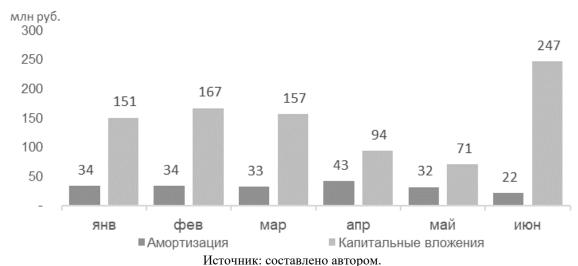


Рисунок 20 – Сравнение амортизации и капитальных вложений

Это является косвенным подтверждением заинтересованности текущих собственников и менеджмента Группы в развитии бизнеса, что является положительным моментом для Инвестора. Таким образом, в результате анализа капитальных вложений не удалось выявить существенных рисков, которые могут оказать влияние на стоимость сделки.

Анализ соответствия компании-цели критериям устойчивого развития

Теперь стоит исследовать соответствие развития компании критериям устойчивого развития. Для начала следует изучить динамику ключевых показателей баланса, представленных в таблице 24, а также коэффициентов финансового анализа, представленных в таблице 25. Финансовое состояние демонстрирует достаточно негативную тенденцию. Это связано в первую очередь с растущим долгом Группы, который влечет за собой закономерное ухудшение ключевых показателей финансового анализа.

Чтобы соответствовать критериям устойчивого развития Группе необходимо снижать внешний долг (проект слияний и поглощений позволит исправить эту ситуацию через привлечение дополнительных средств инвестора, которые могут быть направлены на погашение задолженности). Однако, анализ устойчивого развития нельзя ограничивать рассмотрением коэффициентов финансового анализа. Следует изучить динамику прочих статей баланса и отчета о финансовых результатах.

Таблица 24 – Консолидированный аналитический баланс

В миллионах рублей

Показатель	2017	2018	6м 2019
Основные средства	3 132	3 222	3 440
Вложения во внеоборотные активы	117	248	346
Внеоборотные активы	3 249	3 470	3 786
Запасы и незавершенное производство	1 332	1 738	2 221
Дебиторская задолженность	1 264	1 415	1 039
Кредиторская задолженность	(1 289)	(1 454)	(1 482)
Другие компоненты оборотного капитала	89	119	458
Оборотный капитал	1 396	1 818	2 236
Денежные средства и эквиваленты	1	2	47
Кредиты и займы	(2 064)	(2 430)	(4 289)
Чистый долг	(2 063)	(2 428)	(4 242)
Чистые активы	2 582	2 860	1 781
Уставный капитал	1 722	1 722	1 722
Резервы	9	9	9
Нераспределенная прибыль	851	1 129	50
Капитал и резервы	2 582	2 860	1 781

Источник: составлено автором.

Таблица 25 – Коэффициенты финансового анализа

Коэффициент	2017	2018	6м 2019
1	2	3	4
Независимости	0,4350	0,4241	0,2358
Финансовой устойчивости	0,7454	0,6972	0,4797

Продолжение таблицы 25

1	2	3	4
Финансирования	0,7994	0,8496	2,4088
Финансового левериджа	0,4443	0,4594	0,7066
Обеспеченности СОС	0,4377	0,3765	0,0439
Абсолютной ликвидности	0,0045	0,0027	0,0193
Текущей ликвидности	2,0830	2,2503	2,5092

Источник: составлено автором.

Во-первых, необходимо отметить, что выручка Цели росла за анализируемый период (учитывая, что примерно 80% продаж приходится на четвертый квартал из-за сезонности производства, то можно прогнозировать выручку порядка 5 млрд руб. в 2019 году). Во-вторых, в капитальных вложениях можно заметить четкий восходящий тренд. В-третьих, чистый оборотный капитал достаточно стабилен и не показывает резких колебаний. Таким образом, часть финансовых критериев позволяет говорить об устойчивом развитии бизнеса. Однако, есть также проблемные моменты, такие как низкая диверсификация выручки (зависимость OT нескольких крупных клиентов), рефинансирование задолженности к погашению новыми займами, высокая доля операций со связанными сторонами.

Говоря о социальных критериях устойчивого развития (кроме тех, которые уже были исследованы ранее), стоит проанализировать динамику заработной платы сотрудников на основании расчетных ведомостей. На основании результатов анализа заработной платы Инвестор получает представление о численности каждого из структурных подразделений организации и может планировать расходы на персонал после завершения сделки.

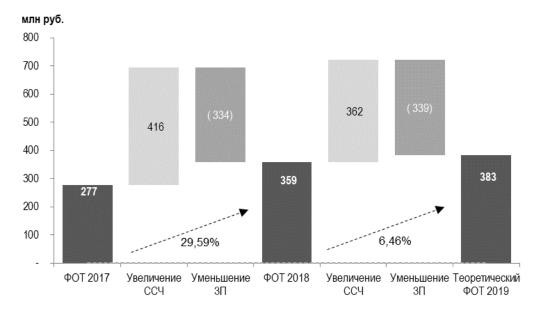
Результаты анализа представлены в таблице 26. Из положительных моментов можно выделить только ежегодное увеличение количества рабочих мест (кроме производственного персонала, на показатели которого может влиять сезонность, так как найм новых сотрудников происходит только на период сбора урожая). При этом, заработная плата на одного сотрудника в целом по предприятию демонстрирует смешанную динамику. Вероятно, что в отделы поступило большое количество низкооплачиваемых сотрудников (например, стажеров), которые негативно повлияли на эти показатели.

Таблица 26 – Анализ заработной платы

	2017		2018		6м 2019	
Группа сотрудников	ССЧ, чел	Средняя зарплата в месяц, тыс. руб. / чел.	ССЧ, чел	Средняя зарплата в месяц, тыс. руб. / чел.	ССЧ, чел	Средняя зарплата в месяц, тыс. руб. / чел.
Административный персонал	167	22	182	26	191	25
Производственный персонал	505	20	729	12	475	16
Электроэнергия	4	15	10	26	21	20
Инженеры	113	21	228	15	218	16
Финансы и учет	204	16	162	24	217	17
Отдел кадров	22	11	34	23	64	13
Лаборатория	4	29	12	16	33	11
Логистика	14	23	166	17	343	14
Высшее руководство	8	130	9	167	15	112
Охрана	166	10	277	10	249	15
Производство семян	26	16	41	11	39	12
Итого	1 233	19	1 850	16	1 865	17

Источник: составлено автором.

Можно графически изобразить динамику заработной платы, выделив влияние факторов изменения среднесписочной численности сотрудников и фонда оплаты труда, как представлено на рисунке 21.



Источник: составлено автором. Рисунок 21 — Факторный анализ динамики ФОТ

На графике можно четко увидеть, что, если бы средняя заработная плата сохранялась на прежнем уровне, ФОТ составлял бы не менее 650 млн руб., или почти в 2 раза больше, чем его фактическое значение, что подтверждает гипотезу о снижении среднего заработка сотрудников. Говоря об уровне оплаты труда, также стоит сразу выделить требования, которые тесно сопряжены с ним. Средний уровень заработной платы в Группе существенно отличается от рыночного уровня, как указано в таблице 27.

Таблица 27 - Среднемесячная начисленная заработная плата сотрудников в разрезе федеральных округов

В рублях

Регион	2015	2016	2017	2018	2019
Российская Федерация	30 694	32 633	34 574	37 889	39 921
Центральный ФО	38 150	41 158	43 173	47 400	50 166
Северо-Западный ФО	34 153	36 095	39 283	43 327	45 745
Южный ФО	22 896	23 351	24 626	27 353	28 167
Северо-Кавказский ФО	18 448	19 475	20 579	22 482	22 920
Приволжский ФО	23 198	24 380	25 921	28 209	29 565
Уральский ФО	35 658	36 948	39 487	42 397	43 873
Сибирский ФО	26 811	27 945	29 648	32 800	34 809
Дальневосточный ФО	38 216	40 492	42 832	44 100	47 668

Источник: составлено автором по данным [73].

Налоговый орган может сделать вывод, что Компания применяет «зарплатные схемы» при выплате заработной платы сотрудникам (выдача наличных денег сотрудникам в качестве «серой» заработной платы), что приведет к отбору компаний для проведения выездной налоговой проверки. Соответственно, инвестор должен убедится, что заработная плата выплачивается законным путем и не создает дополнительные налоговые риски проекта.

Возвращаясь к анализу критериев устойчивого развития, можно сделать вывод, что многие из них не выполняются, например средняя работная плата сотрудников падает, а большая часть рабочих мест не соответствует критериям высокопроизводительных рабочих мест (ВПРМ) с заработной платой не менее 80 тыс. руб. (кроме высшего управляющего персонала). Это объясняется тем, что отрасль, в которой функционирует группа, не требует существенных инвестиций в человеческий и интеллектуальный капитал, на большей части рабочих мест (например, при засеве и охране полей определенная квалификация может быть необходима только управляющему персоналу).

Экологические критерии устойчивого развития являются достаточно важными при анализе агропромышленного комплекса, так как результаты деятельности Группы напрямую зависят от состояния экологии земель, на которых осуществляется производство. Группа осуществляет модернизацию производства, ориентированную на переход на безотходное или малоотходное производство (закупая оборудование ведущих импортных производителей), занимается восстановлением территорий с использованием различных органических удобрений и методов производства (например, сельскохозяйственные культуры необходимо чередовать в производственном цикле от 3 до 5 лет, чтобы минеральный состав почвы нормализовался), а также через внедрение экологического менеджмента и организации лабораторного мониторинга динамики экологических показателей. Косвенным доказательством указанных действий могут служить как рост численности сотрудников, занятых в указанных мероприятиях, так и рост выручки организации (если бы мероприятия были не эффективными, то объем реализуемой продукции снижался бы, так как увеличение посевной площади не происходило). Таким образом, Группа крайне заинтересована в соблюдении экологических критериев устойчивого развития и прилагает достаточные усилия в данном направлении.

Вывод по этапу

Необходимо подвести итоги проведенной работы по рассматриваемому этапу предынвестиционного анализа. Проведение указанных выше процедур на этапе детального анализа данных учета дало следующие результаты:

- были выявлены новые связанные стороны, на которые Инвестору необходимо обратить внимание для формулировки новых или уточненных требований к проекту;
- было установлено, что большая часть продукции Группы реализуется через операции с ООО «ТД АгроДуо». Необходимо получить внутренние данные этой связанной стороны и/или включить ее в периметр сделки;
- были предложены корректировки к выручке на 88 млн руб., таким образом скорректированный уровень выручки группы ниже, чем указано в соглашении о намерениях (970 млн руб. вместо 1,58 млрд руб.). Кроме этого, размер сомнительной дебиторской задолженности третьих лиц составил 28 млн руб. Таким образом, стоимость сделки необходимо уменьшить на 28 млн руб.;
- был определен объем средств, который был направлен на досрочное погашение кредиторской задолженности, что увеличивает стоимость сделки на 212 млн руб.;

 динамика показателей Группы была исследована на соответствие критериям устойчивого развития. Только в области экологического развития организация показывает удовлетворительные результаты, в остальном необходимо произвести соответствующие изменения бизнеса для соблюдения критериев устойчивого развития.

3.4 Формирование отчетности по результатам проведения предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений

Анализ заключенных контрактов для выявления формализованных требований

После выявления основных требований ключевых стейкхолдеров на предыдущих этапах анализа следует обратить внимание на сопутствующие им контрактные требования. Отличительной особенностью этого этапа анализа является его подтверждающая составляющая, так как на остальных этапах первичная информация не затрагивается. На этом этапе запрашиваются ключевые контракты, позволяющие, с одной стороны, убедится, что требования, выявленные ранее, носят реальный характер, а также подтвердить, они не содержат иных, кроме установленных на предыдущих этапах, требований, которые могут представлять потенциальную опасность для проекта (оказывающих любое сильное влияние). Особым моментом является выявление требований, которые должны исполняться инвестором, то есть будут актуальными после закрытия сделки.

Важной особенностью этого этапа является необходимый практический опыт исполнителя анализа, так как некоторые требования заинтересованных сторон могут быть неочевидными и размещёнными в различных частях контракта. Стоит на конкретных примерах контрактов выделить специфические требования, которые могут в них фигурировать:

- контракты с покупателями требования об отсутствии контрактов с прямыми конкурентами, требования о предоставлении и раскрытии информации, изменении или продлении контракта, штрафных санкциях, прочие специфические условия. Примером взаимных требований может служить требование о пролонгации договора на новый срок.
 Это согласованные требования как к покупателю (условия оплаты, стоимость), так и к продавцу (количество, сроки), которые закрепляют будущие отношения;
- договоры займа (кредитные договоры) требования о раскрытии информации, финансовом состоянии и результатах заемщика, требования о расходовании полученных средств, залогах и поручительствах, участии третьих сторон в сделке, любых ограничениях на проведение операций и прочие ковенанты;

трудовые договоры – требования в отношении срока работы, премий и бонусов, условий расторжения трудового договора. Особенное место в анализе трудовых договоров занимают положения о смене собственника и расторжении договора, так называемые золотые парашюты, которые выплачиваются преимущественно управляющему руководству.

Разумеется, список специфических требований, которые фигурируют в договорах, невозможно сделать исчерпывающим, значение данного параграфа сводится к обозначению зон выявления требований, которые могут встречаться в рамках почти любых проектов слияний и поглощений. Однако, стоит снова отметить, что речь идет лишь о контрактных требованиях, прочие требования уже должны быть собраны и систематизированы в рамках других этапов.

После выявления требований необходимо разделить их на две условные категории: требования, которые должны выполняться до сделки и требования, которые станут актуальными после сделки. Обе категории необходимо изучить на предмет значимости, однако для первой следует также ретроспективно проверить ее выполнение. Контрактные требования могут нарушаться компанией-целью, однако ответственность за эти нарушения может наступить только после перехода контроля к инвестору (например, требования об уплате штрафов за просрочку оплаты по договорам не выставляются связанными сторонами, однако после смены владельца бизнеса ситуация может поменяться). Вне зависимости от того, выполняются анализируемые требования или нет, результат необходимо отразить в отчете (если их значимость достаточна для этого).

Обсуждение полученных результатов с ключевыми стейкхолдерами

Перед заключительным этапом анализа необходимо провести серию встреч с ключевыми заинтересованными сторонами проекта для обсуждения полученных результатов. Функционально роль этого этапа, как уже было описано ранее — верификация полученных результатов. При выявлении новых заинтересованных сторон или требований возможно повторение определенных процедур анализа с учетом новой информации. Например, возможно изменение периметра сделки через включение ТД «Агро Дуо», так как все фактические реализации конечным клиентам проходят через эту компанию.

На данном этапе обсуждаются предлагаемые корректировки, определенные аналитиками. Эти корректировки не обязательно будут учтены при проведении сделки, так как носят рекомендательный характер. Так, в отношении резервов по дебиторской задолженности было определено, что компания находится в процессе судебного взыскания задолженности на 20 млн руб. с контрагента «Лебедяньмолоко», соответственно эти

средства будут получены с высокой вероятностью. Таким образом, резерв, определенный при проведении процедур, можно уменьшить на 20 млн руб. Однако, в отчете следует указать полную сумму резерва, дополнив это положением о судебном взыскании задолженности и его потенциальном снижении, так как результат процесса пока не известен и документально не подтвержден.

Систематизация полученных результатов

Полученные в результате анализа требования должны быть систематизированы в формате отчета. В приложении Г приведен предлагаемый проект типовой формы такого отчета. В отчет вошли основные требования заинтересованных сторон, описание бизнеса и рекомендации по снижению рисков инвестора в рамках проекта. Структура отчета была подробно описана в соответствующем разделе разрабатываемой методики. В отчете были изложены ключевые моменты, на которые стоит обратить внимание инвестору в процессе проекта, а именно финансовые и нефинансовые риски, выявленные на предыдущих этапах анализа.

Стоит отметить, что отчет готовится для представления информации конечным пользователям, соответственно в него входят не все требования, которые были выявлены в рамках проекта, а только те, которые являются достаточно важными и предъявляются заинтересованными сторонами к компании-цели и проекту. Например, требования, предъявляемые инвестором к проекту или к предынвестиционному анализу, напрямую не описываются в отчете, они служат для структурирования результатов и определении направлений исследований в процессе анализа, и необходимы в первую очередь предынвестиционным аналитикам.

Отчет по результатам предынвестиционного анализа носит исключительно информационный и рекомендательный характер, а ограничения ответственности консультантов прописываются в его начале. Это юридически важный момент, который способствует безопасности исполнителей анализа, так как в рамках каждой сделки существует определенная область деятельности компании-цели, которая несет в себе существенные риски для инвестора, но была сокрыта собственниками или не привлекла внимания аналитиков. Существование таких рисков является следствием отсутствия информационной прозрачности сделки, что в очередной раз подчеркивает необходимость проведения предынвестиционного анализа, который позволяет минимизировать будущие риски, принимаемые инвестором при заключении сделки о слиянии или поглощении.

Вывод по главе 3

В рамках третьей главы диссертационного исследования были раскрыты практические особенности применения методики предынвестиционного анализа. Были подробно описаны процедуры, необходимые для выявления заинтересованных сторон и их требований в рамках проектов слияний и поглощений, приведены примеры формализации и проверки их выполнения. В результате исследования был подготовлен проект стандартного отчета по результатам предынвестиционного анализа, который может быть использован как образец исполнителями процедур. Стоит отдельно отметить, что особенностью методики, продемонстрированной в рамках третьей главы, является заинтересованных сторон, использование теории которая позволяет провести предынвестиционный анализ с максимальной ориентацией на требования как клиента (инвестора) в отношении проекта и его результатов, так и опираясь на выявленные существенные требования ключевых стейкхолдеров, которые являются источником рисков для инвестора и проекта.

Заключение

В настоящее время предынвестиционный анализ, или дью-дилидженс, является неотъемлемой частью проектов слияний и поглощений. Однако, ни в российской, ни даже международной литературе нет единого понимания этой процедуры. Для унификации определения предынвестиционного анализа в России была проведена работа по исследованию сущности слияний и поглощений, мотивам их осуществления, установлены отличия проектов от сделок слияний и поглощений. По итогам проведенной работы было выявлено место предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений, уточнено определение предынвестиционного анализа как вида деятельности через использование положений бизнес-анализа. Также в результате исследований были выявлены дополнительные, ранее не упоминавшиеся в научной литературе, отличия этого вида деятельности ОТ аудита, предложены дополнительные критерии отнесения предынвестиционного анализа к консультационной деятельности, что позволило обосновать необходимость ее регулирования наравне с аудиторской деятельностью.

Предынвестиционный анализ, являясь, центральным элементом подготовки проекта слияний и поглощений, позволяет существенно снизить риски проекта. Тем не менее информационному, правовому обеспечению предынвестиционного анализа, стандартизации этого вида деятельности уделяется недостаточно внимания в настоящее время. В рамках проведенного исследования предложены меры по развитию предынвестиционного анализа, разработан проект профессионального стандарта «Предынвестиционный аналитик» И унифицированная методика проведения предынвестиционного анализа. Предлагаемая методика позволяет проводить пошаговый анализ компании (группы компаний) в целях нивелирования негативного влияния различных аспектов проекта как на инвестора, так и на прочие заинтересованные стороны, участвующие в проекте. Особенностью рекомендуемой методики является использование теории стейкхолдеров на всех этапах проведения предынвестиционного анализа, что позволяет структурировать весь процесс исходя ИЗ ключевых требований заинтересованных сторон, рассматривая их и как основу бизнес-систем, участвующих в проекте, а также как основные драйверы проекта слияний и поглощений. Предлагаемая методика позволяет проводить предынвестиционный анализ в первую очередь с ориентацией на требования клиента (инвестора), предъявляемые к проекту, учитывая при этом прочие существенные требования ключевых стейкхолдеров, которые могут стать источником финансовых и нефинансовых рисков для инвестора и проекта в целом.

Возможности применения методики предынвестиционного анализа в рамках проектов слияний и поглощений были продемонстрированы на практических примерах: процедуры выявления заинтересованных сторон, их требований, варианты формализации и контроль за их выполнением. По результатам проведенного предынвестиционного анализа подготовлен проект стандартного отчета, который может быть использован в качестве образца исполнителями процедур.

Как уже было отмечено ранее, методика предынвестиционного анализа открывает широкие возможности для дальнейших исследований как в научном, так и в практическом плане. Растущее количество сделок слияний и поглощений на российском рынке, также как и появление новых научных работ по теме предынвестиционного анализа, демонстрируют актуальность выбранной темы исследования. Научные дискуссии на темы унификации терминологии предынвестиционного анализа, его целей и задач, а также методики проведения будут способствовать закреплению предынвестиционного анализа в качестве особого вида консалтинговой деятельности, отдельные аспекты которого еще нуждаются в детальной проработке. Необходимым направлением научных исследований является подготовка методических рекомендаций по проведению предынвестиционного анализа в рамках различных сфер экономики, которые будут характеризоваться своими особенностями. Следует отметить, что разработка указанных рекомендаций должна осуществляться не только на основании теоретических исследований, но с учетом имеющейся российской и международной практики слияний и поглощений. Вместе с тем государственным органам необходимо уделить особое внимание нормативно-правовому закреплению и регулированию этого вида деятельности путем принятия дополнительных нормативных актов, инструкций и прочей документации.

В практическом плане стоит ожидать от бизнес-сообщества осознания важности предынвестиционного анализа при подготовке проектов слияний и поглощений, а следовательно, повышенного интереса к компаниям, способным его профессионально провести. В связи с этим, спрос на подобные структуры в консалтинговых или аудиторских компаниях, а возможно, и занимающихся исключительно предынвестиционным анализом, неизбежно будет расти. К такому положению российский бизнес в настоящее время, не готов, так как у большинства представителей реального сектора, пользователей, а нередко и исполнителей предынвестиционного анализа существует неверное представление о его сути, целях и задачах. Подготовка специалистов в исследуемой области в рамках программ высшего профессионального образования сможет решить эту проблему, создав профессиональный институт предынвестиционных аналитиков, которые смогут обеспечить

качественное осуществление аналитических процедур, что будет способствовать развитию рынка слияний и поглощений в целом.

Список литературы

Нормативные правовые акты

- 1. Международные стандарты. ISO 26000:2010 Социальная ответственность = Guidance on social responsibility : Международная ассоциация по стандартизации. Женева : Международная ассоциация по стандартизации, 2020. Текст : электронный. URL: https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html (дата обращения: 03.03.2019).
- 2. Российская Федерация. Законы. Контроль качества при проведении аудита финансовой отчетности : Международный стандарт аудита 220 : [введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 09.11.2016 № 207н].

 Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный.

 URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_317260 (дата обращения: 02.01.2019).
- 3. Российская Федерация. Законы. Задания по выполнению согласованных процедур в отношении финансовой информации : Международный стандарт сопутствующих услуг 4400 : [ранее МСА 920 : введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 09.01.2019 № 2н]. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/law/hotdocs/56717.html (дата обращения: 10.07.2019).
- 4. Российская Федерация. Законы. По жалобе ЗАО Производство продуктов питания на нарушение конституционных прав и свобод отдельными положениями статей 88, 171, 172 и 176 Налогового кодекса Российской Федерации : Определение КС РФ от 12.07.2006 № 267-О. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_63287 (дата обращения: 13.08.2019).
- 5. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая): ГК: [принят Государственной Думой 21 октября 1994 года]. Москва: СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 13.05.2019).
- 6. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) : ГК : [принят Государственной Думой 22 декабря 1995 года]. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_9027 (дата обращения: 06.07.2019).

- 7. Российская Федерация. Законы. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая): НК: [принят Государственной Думой 19 июля 2000 года: одобрен Советом Федерации 26 июля 2000 года]. Москва: СПС Консультант Плюс, 2020. Текст: электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165 (дата обращения: 24.08.2019).
- 8. Российская Федерация. Законы. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях: КоАП: [принят Государственной Думой 20 декабря 2001 одобрен Советом Федерации 26 декабря года 2001 СПС Москва Консультант Плюс. 2020. Текст электронный. http://www.consultant.ru/document/cons doc LAW 34661 обращения: (дата 03.03.2019).
- 9. Российская Федерация. Законы. О недрах : Федеральный закон от 21.02.1992 № 2395-1 : [опубликован в Ведомостях Съезда народных депутатов Российской Федерации Совета Российской Федерации 16 1992 Верховного от апреля г]. И Москва СПС Консультант Плюс, 2020. Текст электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons doc LAW 343 обращения: (дата 14.07.2019).
- 10. Российская Федерация. Законы. Об акционерных обществах : Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ : [принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года].
 Москва : СПС Консультант Плюс, 2020.
 URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743 (дата обращения: 23.03.2019).
- 11. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ Ж [принят Государственной Думой 20 марта 1996 года: одобрен Советом Федерации 11 апреля 1996 года]. Москва: СПС Консультант Плюс, 2020. Текст: электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148 (дата обращения: 21.08.2019).
- 12. Российская Федерация. Законы. Об обществах ограниченной c ответственностью: Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ: [принят Государственной Думой 14 января 1998 года : одобрен Советом Федерации 28 января 1998 года]. Консультант Плюс, 2020. Москва СПС Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons doc LAW 17819 (дата обращения: 04.08.2019).
- 13. Российская Федерация. Законы. О коммерческой тайне : Федеральный закон от 29.07.2004 № 98-ФЗ [принят Государственной Думой 9 июля 2004 года : одобрен

- Советом Федерации 15 июля 2004 года]. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_48699 (дата обращения: 21.03.2019).
- 14. Российская Федерация. Законы. О защите конкуренции : Федеральный закон от 26.07.2006 № 135-ФЗ : [принят Государственной Думой 8 июля 2006 года : Одобрен Советом Федерации 14 июля 2006 года]. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_61763 (дата обращения: 04.05.2019).
- Российская Федерация. Законы. Об аудиторской деятельности: Федеральный закон от 30.12.2008 № 307-ФЗ: [принят Государственной Думой 24 декабря 2008 года: одобрен Советом Федерации 29 декабря 2008 года]. электронный. Москва СПС Консультант Плюс, 2020. Текст http://www.consultant.ru/document/cons doc LAW 83311 (дата обращения: 25.06.2019).
- 16. Российская Федерация. Законы. О бухгалтерском учете: Федеральный закон от 06.12.2011 № 402-ФЗ: [принят Государственной Думой 22 ноября 2011 г.: одобрен Советом Федерации 29 ноября 2011 г.]. Москва: СПС Консультант Плюс, 2020. Текст: электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122855 (дата обращения: 16.03.2019).
- 17. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в Федеральный закон «Об охране окружающей среды» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» : Федеральный закон от 21.07.2014 № 219-ФЗ : [принят Государственной Думой 2 июля 2014 года : одобрен Советом Федерации 9 июля 2014 года]. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_165823/ (дата обращения: 12.07.2019).
- 18. Российская Федерация. Законы. О занятости населения в Российской Федерации : Закон РФ от 19 апреля 1991 г. № 1032-1 : [опубликован в Ведомостях Съезда народных депутатов Российской Федерации и Верховного Совета Российской Федерации от 2 мая 1991 г. № 18 ст. 566]. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_60 (дата обращения: 24.04.2019).
- 19. Российская Федерация. Законы. О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий : Указ Президента РФ от 16.11.1992 № 1392. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный.

- URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190 (дата обращения: 22.05.2019).
- 20. Российская Федерация. Законы. Об организации лицензирования отдельных видов деятельности : Постановление Правительства РФ от 21.11.2011 № 957.

 Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный.

 URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_122062 (дата обращения: 06.01.2019).
- 21. Российская Федерация. Законы. Об оценке арбитражными судами обоснованности получения налогоплательщиком налоговой выгоды : Постановление Пленума ВАС РФ от 12.10.2006 № 53. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_63894 (дата обращения: 16.08.2019).
- 22. Российская Федерация. Законы. Об утверждении Положения по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации : Приказ Минфина России от 29.07.1998 № 34н. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_20081 (дата обращения: 27.06.2019).
- 23. Российская Федерация. Законы. Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету: [Информация о связанных сторонах: ПБУ 11/2008]: Приказ Минфина России от 29.04.2008 № 48н. Москва: СПС Консультант Плюс, 2020. Текст: электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_77344 (дата обращения: 12.08.2019).
- 24. Российская Федерация. Законы. О Методических указаниях по определению основного вида экономической деятельности хозяйствующих субъектов на основе Общероссийского классификатора видов экономической деятельности (ОКВЭД2) для формирования сводной официальной статистической информации : Приказ Росстата от 31.12.2014 № 742. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_218304 (дата обращения: 09.04.2019).
- 25. Российская Федерация. Законы. Об утверждении профессионального от стандарта Приказ Минтруда России 19.10.2015 No 728н. Аудитор Москва СПС Консультант Плюс, 2020. Текст электронный. http://www.consultant.ru/document/cons doc LAW 189439 URL: (дата обращения: 06.07.2019).

- 26. Российская Федерация. Законы. Об определении видов аудиторских услуг, в том числе перечня сопутствующих аудиту услуг : Приказ Минфина России от 09.03.2017 № 33н. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_216523 (дата обращения: 16.03.2019).
- 27. Российская Федерация. Законы. О Методических указаниях по определению основного вида экономической деятельности хозяйствующих субъектов на основе Общероссийского классификатора видов экономической деятельности (ОКВЭД2) для формирования сводной официальной статистической информации : Приказ Росстата от 31.12.2014 № 742. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_218304/ (дата обращения: 11.08.2018).
- 28. Российская Федерация. Законы. Об утверждении профессионального стандарта Бизнес–аналитик : Приказ Минтруда России от 25.09.2018 № 592н. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_308997 (дата обращения: 19.06.2019).
- 29. Российская Федерация. Законы. Об административной ответственности за непредставление бухгалтерской (финансовой) отчетности и аудиторского заключения : Письмо Росстата ОТ 16 февраля 2016 года $N_{\underline{0}}$ 13-13-2/28-СМИ. СПС Консультант Плюс, 2020. Текст Москва : электронный. _ URL: http://www.consultant.ru/document/cons doc LAW 194586 (дата 01.06.2019).
- 30. Российская Федерация. Законы. Прогноз долгосрочного социально— экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года : утв. Минэкономразвития России 30.04.2013. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_144190/ (дата обращения: 16.07.2019).
- 31. Российская Федерация. Законы. Классификатор нарушений и недостатков, выявляемых в ходе внешнего контроля качества работы аудиторских организаций, аудиторов : одобрен Советом по аудиторской деятельности 15.12.2016 : [протокол № 29]. Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_209288 (дата обращения: 25.03.2019).

- 32. Российская Федерация. Законы. Об оценке добросовестности налогоплательщика при проведении налоговых проверок : Письмо ФНС России от № ЕД-4-2/26807. Москва : СПС 28.12.2017 Консультант Плюс, Текст электронный. URL: http://www.consultant.ru/cons/cgi/ online.cgi?req=doc&base=QUEST&n=174361&dst=1000000001#06909080558511878 (дата обращения: 03.03.2019).
- 33. Российская Федерация. Законы. Ответы на вопросы по применению Федерального закона : [О защите конкуренции] : Разъяснения ФАС России от 07.09.2010.

 Москва : СПС Консультант Плюс, 2020. Текст : электронный.

 URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_220553 (дата обращения: 14.01.2019).
- 34. Российская Федерация. Законы. Перечень терминов и определений, используемых в правилах (стандартах) аудиторской деятельности : утв. Комиссией по РΦ 25 аудиторской деятельности при Президенте декабря 1996 г. Москва СПС Консультант Плюс, 2020. Текст электронный. http://www.consultant.ru/document/cons doc LAW 21941 (дата обращения: 18.03.2019).
- 35. Соединенные Штаты Америки. Законы. Акт о ценных бумагах 1993 = Securities Act of 1933: Конгресс США. Вашингтон: Косиссия по ценным бумагам и биржам, 2020. Текст: электронный. URL: https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf (дата обращения: 23.06.2019).
- 36. Швейцарская Конфедерация. Законы. Кодекс поведения швейцарских банков в отношении должной осмотрительности = Agreement on the Swiss banks' code of conduct with regard to the exercise of due diligence (CDB 20): Ассоциация Швейцарских Банков. Базель: Ассоциация Швейцарских Банков, 2020. Текст : электронный. URL: https://www.swissbanking.org/library/richtlinien/vereinbarung-ueber-die-standesregeln-zur-sorgfaltspflicht-der-banken-vsb-20/vsb_2020_einzelseiten_print_en.pdf/@@download/file/VSB 2020 Einzelseiten Print EN NEU.pdf (дата обращения: 02.08.2019).

Книжные издания

37. Бариленко, В.И. Анализ финансовой отчетности : учебное пособие / В.И. Бариленко, О.В. Кайро [и др.] – Москва : КНОРУС, 2016. – 234 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-406-04880-1.

- 38. Бариленко, В.И. Информационно-аналитическое обеспечение устойчивого развития экономических субъектов / В.И. Бариленко, О.В. Ефимова [и др.]. Москва: Русайнс, 2017. 158 с. 1000 экз. ISBN 978-5-4365-0995-2.
- 39. Бойсен, С. Могут ли банки хранить секреты / С. Бойсен, Д. Нео. Кэмбридж : Издательство Университета Кэмбридж, 2017. 432 с. 1000 экз. ISBN 978-1-1071-4514-6.
- 40. Брэгг, С. Слияния и поглощения: практическое руководство / С. Брегг. Москва : Маросейка, 2011. 224 с. 3000 экз. ISBN 978-5-903271-66-5.
- 41. Гвардин, С.В. Финансирование слияний и поглощений в России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. Москва : БИНОМ, 2006. 196 с. 1000 экз. ISBN 978-5-94774-420-0.
- 42. Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реорганизация компаний / П.А. Гохан. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2007. 741 с. 1500 экз. ISBN 978-5-9614-0572-9.
- 43. Гранди, Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес / Т. Гранди Москва : Эксмо, 2008. 240 c. 3000 экз. ISBN 978-5-699-25398-2.
- 44. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка : Инструменты и техники оценки любых активов / А. Дамодаран. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. 1342 с. 5000 экз. ISBN 5-9614-0024-7.
- 45. Депамфилис, Д. Слиянии, поглощения и другие способы реструктуризации компаний. / Д. Депамфилис. Москва : Олимп Бизнес, 2007. 960 с. 1000 экз. ISBN 978-5-9693-0068-2.
- 46. Дубовицкая, Е.А. Европейское корпоративное право / Е.А. Дубовицкая. Москва : Wolters Kluwer Russia, 2008. 261 с. 500 экз. ISBN 978-5-4660-0359-8.
- 47. Ендовицкий, Д.А, Экономический анализ слияний/поглощений компаний / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. Москва : КНОРУС, 2016. 446 с. 200 экз. ISBN 978-5-406-00709-9.
- 48. Ефимова, О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений / О.В. Ефимова. Москва : Омега—Л, 2014. 348 с. 2000 экз. ISBN 978-5-370-013191-5.
- 49. Игнатишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю.В. Игнатишин. Санкт-Петербург : Питер, 2005. 208 с. 1000 экз. ISBN 5-469-00912-2.

- 50. Керимов, К.К. Теория, методология и методика аудита интеллектуальной собственности на основе Дью Дилидженс : монография / К.К. Керимов Москва : Дашков и К., 2014. 156 с. 100 экз. ISBN:978-5-394-02460-3.
- 51. Кетс, X. Европейское контрактное законодательство / X. Кетс. Оксфорд : Издательство Университета Оксфорд, 2017. 400 с. 1000 экз. ISBN 978-0-19-880004-0.
- 52. Ковалев, В.В. Корпоративные финансы и учет: понятия, алгоритмы, показатели / В.В. Ковалев, Вит. В. Ковалев. Москва : Проспект, 2015. 1006 с. -300 экз. ISBN 978-5-392-13497-7.
- 53. Коваленко, Д.Л. Управление предынвестиционными затратами: монография / Д.Л. Коваленко. Пенза: Академии Естествознания, 2014. 178 с. 500 экз. ISBN 978-5-91327-305-5.
- 54. Лукасевич, И.Я. Финансовый менеджмент в 2 частях / И.Я. Лукасевич. Москва : Издательство Юрайт, 2019. 377 с. 300 экз. ISBN 978-5-534-03726-5.
- 55. Мазур, И.И. Управление проектами : учебное пособие для студентов, обучающихся по специальности Менеджмент организации / И.И. Мазур, В.Д. Шапиро [и др.]. Москва : Омега–Л, 2010. 960 с. 1500 экз. ISBN 978-5-370-01058-3.
- 56. Макарова, Л.Г. Основы аудита. Самоучитель / Л.Г. Макарова, М.А. Штефан [и др.]. Нижний Новгород : НИУ ВШЭ, 2013. 406 с. 200 экз. ISBN 978-5-7598-0926-5.
- 57. Насырова, С.И. Закономерности и особенности процессов слияний и поглощений в российских компаниях / С.И. Насырова. Уфа : РИЦ БашГУ, 2012. 199 с. -100 экз. ISBN 978-5-7477-2967-4.
- 58. Рид, С.Ф. Искусство слияний и поглощений / С.Ф. Рид, А.Р. Лажу. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2007. 957 с. 1100 экз. ISBN 978-5-9614-0619-1.
- 59. Розенблюм, А.Х. Дью Дилидженс в международных сделках / А.Х. Розенблюм. США : Джон Вилей и Сыновья, 2010. 378 с. 1000 экз. ISBN 978-1576600924.
- 60. Рудык, Н.Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н.Б. Рудык, Е.В. Семенкова. Москва: Финансы и статистика, 2000. 455 с. 3000 экз. ISBN 5-279-02193-8.
- 61. Румянцева, Е.Е. Инвестиционный анализ : учебное пособие для бакалавриата и магистратуры / Е.Е. Румянцева. Москва : Издательство Юрайт, 2019. 281 с. 100 экз. ISBN 978-5-534-10389-2.

- 62. Рэнкин, Д. Проверка чистоты сделки. Необходимые шаги к успешному ведению бизнеса / Д. Рэнкин, Г. Стедмен [и др.].— Москва : Олимп Бизнес, 2006. -272 с. -1000 экз. ISBN 5-9693-0009-8.
- 63. Штефан, М.А. Аудит: учебник и практикум для среднего профессионального образования / М.А. Штефан, О.А. Замотаева [и др.]; под общей редакцией М.А. Штефан. Москва: Издательство Юрайт, 2019. 298 с. 100 экз. ISBN 978-5-534-03816-3.
- 64. Эскиндаров, М.А. Теория слияний и поглощений (в схемах и таблицах) : учебное пособие / М.А. Эскиндаров, И.Ю. Беляева [и др.] Москва : КНОРУС, 2013. 232 с. 1000 экз. ISBN 978-5-406-02473-7.

Диссертации

65. Фролов, И.В. Разработка организационно—методического обеспечения предрейтингового экономического анализа кредитоспособности заемщика: специальность 08.00.12 «Бухгалтерский учет, статистика»: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Фролов Игорь Владимирович; Воронежский государственный университет. — Воронеж, 2017. — 171 с. — Библиогр.: с. 149-151.

Авторефераты диссертаций

- 66. Батырова, Н.С. Информационно-аналитическое обеспечение стратегии устойчивого развития компании : специальность 08.00.12 «Бухгалтерский учет, статистика» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Батырова Надежда Сергеевна ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. Москва, 2015. 25 с. Библиогр.: с. 10-17. Место защиты: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации.
- 67. Антонова, И.В. Предынвестиционный анализ и оценка рисков на основе данных бухгалтерской отчетности промышленного предприятия: специальность 08.00.12 «Бухгалтерский учет, статистика»: автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Антонова Ирина Вадимовна; Нижегородский государственный технический университет им. Р.Е. Алексеева. Нижний Новгород, 2012. 23 с. Библиогр.: с. 11-13. Место защиты: Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского.
- 68. Керимов, В.В. Методика и методический инструментарий аудита интеллектуальной собственности : специальность 08.00.12 «Бухгалтерский учет, статистика» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Керимов Вьюгар Вагиф Оглы ; Финансово-технологическая

- академия. Москва, 2013. 24 с. Библиогр.: с. 12-14. Место защиты: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации.
- 69. Челышев, Д.А. Методические основы аудиторской услуги по комплексной экспертизе объекта инвестирования «Due Diligence» : специальность 08.00.12 «Бухгалтерский учет, статистика» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Челышев Дмитрий Александрович ; Российский государственный технологический университет имени К.Э. Циолковского (МАТИ). Москва, 2009. 25 с. Библиогр.: с. 13-14. Место защиты: Всероссийский заочный финансово—экономический институт (ВЗФЭИ).

Сайты в сети Интернет

- 70. Информационный ресурс СПАРК : [сайт]. Москва, 2020. Обновляется в течение суток. URL: http://www.spark-interfax.ru/ (дата обращения 12.01.2019). Текст : электронный.
- 71. Российский союз промышленников и предпринимателей : [сайт]. Москва, 2020. Обновляется в течение суток. URL:http://rspp.ru/12/6273.pdf (дата обращения: 27.07.2019). Текст : электронный.
- 72. КПМГ: рынок слияний и поглощений в России: [сайт]. Москва, 2019. Обновляется ежегодно. URL: https://home.kpmg/ru/ru/home/insights/2020/02/russian-2019-ma-overview.html (дата обращения 12.01.2019). Текст: электронный.
- 73. Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. Москва. Обновляется в течении суток. URL: https://www.gks.ru/ (дата обращения 17.01.2020). Текст : электронный.

Статьи из периодических изданий

- 74. Агле, Б.Р. К теории идентификации и слияния заинтересованных сторон / Р.К. Митчелл, Б.Р. Агле [и др.] // Академия Управления. 1997. № 22. С. 853-886. ISSN 0363-7425. Текст : электронный. DOI: 10.2307/259247. URL: http://www.jstor.org/stable/259247?origin=JSTOR—pdf&seq=1#page_scan_tab_contents (дата обращения: 19.02.2019).
- 75. Адаменко, А.А. Формирование конкурентных преимуществ международной компании в условиях организации стратегического альянса / А.А. Адаменко, Е.В. Сумина // Актуальные проблемы авиации и космонавтики. 2018. № 4 (14). С. 452-453.
- 76. Антонова, Н.А. Дью дилидженс и аудит: сходства и различия / Н.А. Антонова // Актуальные вопросы экономики и управления : материалы IV Международной научной конференции. Москва : Буки-Веди, 2016. С. 89-93.

- ISBN 978-5-4465-0928-7.
 Tекст : электронный.
 DOI отсутствует.
 URL: https://moluch.ru/conf/econ/archive/174/10348/ (дата обращения: 12.09.2019).
- 77. Антонова, Н.А. Концепция процедуры дью-дилидженс как современной аудиторско-консалтинговой услуги / М.И. Кутер, Н.А. Антонова // Учет. Анализ. Аудит. 2016. N = 6. C. 51-65. ISSN 2408-9303.
- 78. Антонова, Н.А. Сравнительный анализ аудита и дью дилидженса / М.И. Кутер, Н.А. Антонова // Аудиторские ведомости. 2016. № 4. С. 3-16. ISSN 1727-8058.
- 79. Базилевич, С.В. Информационное обеспечение предынвестиционных исследований / С.В. Базилевич, М.В. Малыгина // Инновационная экономика и общество. -2016. № 1 (11). С. 18-24. ISSN 2310-0710.
- 80. Бариленко, В.И. Бизнес-анализ и преодоление «новой нормальности» отечественной экономики / В.И. Бариленко // Менеджмент и бизнес-администрирование. -2016. № 4. С. 44-50. ISSN 2075-1826.
- 81. Бариленко, В.И. Бизнес-анализ как инструмент обоснования условий устойчивого развития / В.И. Бариленко. // Вопросы региональной экономики. 2015. N_2 3. С. 137-144. ISSN 2078-4023.
- 82. Бариленко, В.И. Отходы производства: актуальные вопросы и техникоэкономическое обоснование внедрения ресурсосберегающих технологий / В.И. Бариленко, Е.В. Никифорова // Экономические науки. — 2019. — 2 (171). — С. 139-143. — ISSN 2072-0858.
- 83. M.M. Основные проблемы Басова, корпоративной социальной ответственности бизнеса решения M.M. И ПУТИ ИХ // Стратегии бизнеса. -2017. -№ 2 (34). - C. 16-20. - ISSN 2311-7184. - Текст : электронный. 10.17747/2311-7184-2017-2-16-20. – URL: https://www.strategybusiness.ru/ jour/article/view/293 (дата обращения: 01.07.2019).
- 84. Беляков, А.В. К вопросу о международной практике противодействия недружественным поглощениям / А.В. Беляков // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». $2011.-N \ge 8$ (70). С. 209-212.-ISSN 2073-6304.
- 85. Бирмамитова, А.А. Производственный потенциал региональной экономики : инфраструктурная составляющая экономического развития территорий / А.А. Бирмамитова, А.Х. Дикинов [и др.] // Известия Кабардино—Балкарского научного центра РАН. 2016. Note 1 (69). С. 81-87. ISSN 1991-6639.
- 86. Булыга, Р.П. Аудит бизнеса: консолидация, а не отрицание современного спектра аудиторских услуг / Р.П. Булыга // Учет. Анализ. Аудит. 2016. № 5. С. 7-17. ISSN 2408-9303.

- 87. Булыга, Р.П. Методика аудита интеллектуального капитала / Р.П. Булыга // Аудитор. 2014. № 2 (228). С. 17-35. ISSN 1998-0701.
- 88. Буркова, А.Ю. Некоторые правовые концепции, не известные российскому праву / А.Ю. Буркова // Право и экономика. 2012. № 5. С. 14-19. ISSN 0869-7671.
- 89. Бычкова, С.М. Налоговый дью дилидженс: особенности проведения и практическое применение / С.М. Бычкова, О.В. Швец // Апрельские научные чтения имени профессора Л.Т. Гиляровской: II Международный экономический учетно-аналитический форум, посвященный 90-летию экономического факультета Воронежского государственного университета: сборник материалов IX международной научнопрактической конференции. Воронеж, Воронежский государственный университет, 2020. С. 100-103. ISBN 978-5-9273-3050-8.
- 90. Вахрушина, М.А. Сделки слияний и поглощений: инструментарий информационно–аналитического сопровождения процесса / М.А. Вахрушина, Ю.А. Морочко // Аудит. 2017. № 10. С. 11-17. ISSN 2227-9288.
- 91. Ворожевич, А. Договор поручительства может быть нацелен на наращивание кредиторской задолженности поручителя, если стороны основной сделки входят в одну группу / А. Ворожевич // ЭЖ–Юрист. 2019. № 31 (1082). Текст : электронный. URL:https://www.eg—online.ru/article/404091/ (дата обращения: 01.03.2020).
- 92. Воротникова, И. Сделки М&А как инструмент создания добавленной стоимости бизнеса / И. Воротникова, Д. Исаев // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. 2015. № 1. С. 264–268. ISSN 0130-3848.
- 93. Герасимова, Е.Б. Комплексный анализ устойчивости деятельности организации: методология и технология стандартизации / Е.Б. Герасимова // Мир новой экономики. -2018. № 1. Том 12. C. 46-55. ISSN 2220-6469.
- 94. Герасимова, Е.Б. Стандартизация как многофункциональный инструмент повышения эффективности аналитических процедур / Е.Б. Герасимова // Учет. Анализ. Аудит. 2019. N 1. Том 6. С. 19-27. ISSN 2408-9303.
- 95. Григоренко, О.В. Специальная процедура комплексной проверки дью дилидженс: актуальные вопросы теории и практики / О.В. Григоренко, И.О. Садовничая. // Науковедение. 2017. № 4. Том 9. ISSN 2223-5167. Текст: электронный. DOI отсутствует. URL:https://naukovedenie.ru/PDF/23EVN417.pdf (дата обращения: 01.01.2019).
- 96. Гузов, Ю.Н. Дью дилидженс: аудиторский алгоритм применения согласованных процедур при слияниях и поглощениях в АПК / Ю.Н. Гузов, Н.Д. Савенкова // Технологии 21 века в пищевой, перерабатывающей и легкой промышленности. 2012.

- № 6-1. ISSN 2219-6005. Текст : электронный. DOI отсутствует.
 URL:https://www.elibrary.ru/item.asp?id=18354994 (дата обращения: 16.06.2019).
- 97. Дыхова, А.Л. Деофшоризация российской экономики как фактор восстановления экономического суверенитета страны / А.Л. Дыхова, Е.В. Илинич. Текст : электронный // Экономика, Статистика и Информатика. 2015. № 2 С. 40-44. ISSN 2500-3925. Текст : электронный. DOI: 10.21686/2500-3925-2015-2-40-44. URL:https://statecon.rea.ru/jour/article/view/974/950 (дата обращения: 17.01.2019).
- 98. Егорова, Ю.А. Процедура due diligence новое слово в аудите / Ю.А. Егорова. // Бухгалтерский учёт, анализ, аудит и налогообложение: проблемы и перспективы : сборник статей IV Всероссийской научно—практической конференции. 2016. С. 37-40. ISBN: 978-5-94338-961-0.
- 99. Зильберштейн, О.Б. Анализ стейкхолдеров на примере российских предприятий / О.Б. Зильберштейн, К.В. Невструев [и др.] // Науковедение. 2016. № 3. Том 8. ISSN 2223-5167. Текст : электронный. URL: http://naukovedenie.ru/PDF/42EVN316.pdf (дата обращения: 1.12.2019).
- 100. Карпович, О.Г. Due diligence правовой аудит хозяйствующих субъектов / Ю.В. Трунцевский, О.Г. Карпович // Безопасность бизнеса. 2013. № 4. С. 22-25. ISSN 2072-3644.
- 101. Кожевников, С.А. Вертикальная интеграция производства как ключевое условие модернизации экономики России / С.А. Кожевников // Современные научные исследования и инновации. 2016. № 7 (63). ISSN 2223-4888. Текст: электронный. DOI отсутствует. URL:http://web.snauka.ru/issues/2016/07/70087 (дата обращения: 05.06.2019).
- 102. Кукушкин, П.А. Выявление ключевых заинтересованных сторон и определение значимости их требований в проектах слияний и поглощений / П.А. Кукушкин // Вестник Евразийской науки. 2020. № 5. Том 12. ISSN 2588-0101. Текст : электронный. DOI отсутствует. URL: https://esj.today/PDF/35ECVN520.pdf (дата обращения: 13.10.2020).
- 103. Кукушкин, П.А. Классификация заинтересованных сторон в проектах слияний и поглощений / П.А. Кукушкин // Современные концепции науки будущего : сборник материалов всероссийской научно-практической конференции. Саратов : Центр профессионального менеджмента «Академия Бизнеса», 2019. С. 33-35. ISBN 978-5-907199-07-1. Текст : электронный. DOI отсутствует.

- URL: https://a6db36ac-f9e1-45a3-9eeb-7970bd1fd2a8.filesusr.com/ugd/b06fdc_
 6e2d6a08c5da45aab78f3e0a307e1d78.pdf (дата обращения: 23.09.2020).
- 104. Кукушкин, П.А. Прединвестиционный анализ устойчивого развития как новое направление консультационных услуг / П.А. Кукушкин // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. 2019. № 2. С. 133-137. ISSN 0130-3848.
- 105. Кукушкин, П.А. Проблемы стандартизации прединвестиционного анализа в современной России / П.А. Кукушкин // Вестник Евразийской науки. 2020. № 1. Том 12. ISSN 2588-0101. Текст : электронный. DOI отсутствует. URL:https://esj.today/PDF/52ECVN120.pdf (дата обращения: 23.09.2020).
- Кукушкин, П.А. Стандартизированная методика проведения прединвестиционного анализа рамках проектов слияний поглощений / П.А. Кукушкин // РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. - 2020. - № 2. - C. 104-113. - ISSN 0130-3848.
- 107. Кукушкин, П.А. Сущность и причины слияний и поглощений в современной России / П.А. Кукушкин // Advances in Science and Technology : сборник статей XX международной научно-практической конференции. Москва : Научно-издательский центр «Актуальность РФ», 2019. С. 120-121. ISBN 978-5-6042884-3-6. Текст : электронный. DOI отсутствует. URL: http://xn--80aa3afkgvdfe5he.xn--p1ai/AST-20_originalmaket_N-2.pdf (дата обращения: 23.09.2020).
- 108. Кукушкин, П.А. Сущность и роль предынвестиционного анализа в проектах слияний и поглощений / П.А. Кукушкин // Вестник университета. -2018. № 6/2018. C. 136-139. ISSN 2686-8415.
- 109. Логвиненко, А.С. Бегство капитала из Российской Федерации / А.С. Логвиненко, Л.П. Полохина // Право и проблемы функционирования современного государства : сборник материалов международной научно-практической конференции. 2015. С. 74-75. ISBN 978-5-906616-99-9. URL:http://aprobacia.ru/begstvo-kapitala-iz-rossijskoj-federaczii.html (дата обращения: 14.07.2019).
- 110. Манухина, Л.А. Современные тенденции проведения экспертизы duediligence на российском рынке / Л.А. Манухина, Т.К. Нарежная [и др.] // Экономика и предпринимательство. 2017. № 2 (79-2). С. 1092-1096. ISSN 1999-2300.
- 111. Никифорова, Е.В. Отчетность об устойчивом развитии экономического субъекта: принципы, этапы подготовки / Е.В. Никифорова, О.В. Шнайдер // Вопросы региональной экономики. -2015. № 4. С. 161-166. ISSN 2078-4023.

- 112. Никифорова, Е.В. Отчетность экономического субъекта об устойчивом развитии / Е.В. Никифорова // Экономика.Бизнес.Банки. 2017. № 2 (19). С. 73-81. ISSN 2304-9596.
- 113. Никифорова, Е.В. Стейкхолдерский подход к формированию отчетности
 / Е.В. Никифорова // Экономика.Бизнес.Банки. 2016.– № 2 (15). С. 102-111.
 ISSN 2304-9596.
- 114. Никифорова, Е.В. Формирование и раскрытие информации об устойчивом развитии компании / Е.В. Никифорова // Актуальные проблемы экономики и права. 2016.
 № 2. Том 10. С. 113-123. ISSN 1993-047X.
- 115. Соненшайн, Р. Определение стоимости при трансграничных сделках по слиянию / Р. Соненшайн, К. Рейнольдс // Обзор мировой экономики 2014. № 1 (150). С. 173-189. ISSN 1610-2878. Текст : электронный. DOI: 10.1007/s10290-013-0164-3. URL: https://www.jstor.org/stable/44211765?seq=1 (дата обращения: 23.12.2018).
- 116. Татаровская, Е.В. Концептуальные основы проведения бизнес-анализа финансовой составляющей стратегической конкурентоспособности коммерческой организации / Е.В Татаровская, Ю.А. Татаровский // Учет. Анализ. Аудит. 2017. № 1. С. 39-46. ISSN 2408-9303.
- 117. Фютик, И.Г. Возможности применения due diligence в риск-менджменте устойчивого развития / И.Г. Фютик // Сибирская Финансовая Школа. 2018. № 2 (127). С. 31-37. ISSN 1993-4386.
- 118. Черниченко, А.Н. Слияния и поглощения: обоснования, мотивы и выгоды / Черниченко А.Н., Черниченко Л.Л. // Вестник Ессентукского института управления, бизнеса и права. 2011. № 4. С. 37-40. ISSN 9999-5480.
- 119. Швец, О.В. Эволюция понятия «дью дилидженс» в контексте моделей бухгалтерского учета / О.В. Швец // Учет, анализ и аудит: новые задачи в обеспечении безопасности и ответственность перед бизнесом : сборник научных статей по итогам VI международной межвузовской научно-практической конференции. Москва, Русайнс, 2020. С. 457-470. ISBN 978-5-4365-5454-9.

Приложение А

(информационное)

Проект стандартизированного соглашения о намерениях

СОГЛАШЕНИЕ О НАМЕРЕНИЯХ

Москва *<XX месяца 202X>*

1. Обшие положения

Настоящее соглашение о намерениях, включая приложения к нему (далее – «Соглашение»), заключено между:

Инвестор и Цель в дальнейшем совместно именуются «Стороны».

2. Сделка

Стороны договорились о том, что Инвестор < приобретает контрольный пакет акций / вносит средства и / или имущество для оплаты доли в уставном капитале общества / прочее> в размере < 100% обыкновенных акций / 30 млн руб. / прочее> < в какое юридическое лицо или группу лиц> (далее - «Сделка»).

Стороны договорились о проведении проекта по <слиянию / поглощению > <с XX месяца 202X до XX месяца 202X года>. Планируемая дата закрытия сделки (далее - «Дата сделки») - <XX месяца 202X>. План-график проведения подготовительных мероприятий представлен в приложении к настоящему соглашению.

Стороны договорились о том, что цена Сделки устанавливается равной < XX > млн руб. и будет скорректирована на отклонение фактических значений следующих показателей от установленных:

— уровень чистого долга на <*XX* месяца 202X> составляет <*XX*> млн руб. Под чистым долгом понимается сумма денежных средств и эквивалентов за минусом кредитов и займов, долговых ценных бумаг, лизинговых обязательств, факторинга, просроченной более чем на <90> дней кредиторской задолженности и прочих аналогичных по природе кредитных обязательств;

- уровень чистого оборотного капитала < на дату / за 12 предыдущих месяцев до даты сделки > составляет < XX > млн руб. Чистый оборотный капитал представляет собой разницу между оборотными активами (стр. 1200 «Оборотные активы» бухгалтерского баланса за минусом денежных средств и эквивалентов) и краткосрочными обязательствами (стр. 1500 «Краткосрочные обязательства» бухгалтерского баланса за минусом кредитов и займов);
 - выручка Цели будет не менее $\langle XX \rangle$ млн руб. за $\langle XX \rangle$ месяцев $\langle 202X \rangle$;
- показатель EBITDA за $<\!\!X\!\!X$ месяцев $202X\!\!>$ составит $<\!\!X\!\!X\!\!>$ млн руб.;
 - < прочие показатели >.

3. Предынвестиционный анализ

Стороны договорились о проведении предынвестиционного анализа компаниицели до Даты сделки в целях подтверждения фактических значений, указанных в параграфе 2 настоящего соглашения, своими силами, а также с помощью привлеченных специалистов.

4. Доступ к информации

Стороны договорились о том, что Цель предоставляет актуальные и достоверные данные в соответствии с информационными запросами, которые Инвестор или его консультанты подготовят в рамках проекта.

5. Добросовестность намерений

Стороны выражают добросовестность своих намерений, вследствие чего соглашаются на следующие ограничения и санкции в рамках проекта:

- Инвестор, в случае отказа от сделки обязуется выплатить Цели штраф, составляющий <*XXX*> тыс. руб. для компенсации потенциальных убытков, которые может получить Цель из-за обладания Инвестором внутренней конфиденциальной информацией Цели;
- Цель обязуется, что не будет проводить какие-либо операции по изменению структуры владения и управления юридическими лицами и/или активами, входящими в сделку;
- Цель обязуется согласовывать любые операции свыше <XXX> тыс. руб. с
 Инвестором;
 - <прочие условия>.

6. Конфиденциальность

Стороны соглашаются не разглашать любые условия настоящего соглашения, а также любую информацию, касающуюся проекта или сделки, третьим сторонам.

Предоставление информации третьим сторонам допустимо только при наличии письменного согласия всех Сторон или при наличии законодательной обязанности в предоставлении такой информации.

7. Реквизиты сторон

Инвестор			Цель		
<Правовая ф	boрмa> <xxx></xxx>		<Правовая фор	ома> <xxx></xxx>	
Адрес:			Адрес:		
ИНН:		_	ИНН:		
КПП:		_	КПП:		
Счет:		_	Счет:		
Корр.счет.			Корр.счет.		
БИК:			БИК:		
8. П	одписи сторон				
	Инвестор			Цель	
/_		/	/		/
(подпись)	(расшифровка)		(подпись)	(расшифровка)	

Приложение Б

(информационное)

Долгосрочная задолженность Группы

Таблица Б.1 – Долгосрочная задолженность Группы

В миллионах рублей

контрагента Контрагента Дотовор ставка погашения 3.0.6.2019 Третыи стороны Сбербанк ПАО 610516014 9,6 06.12.2024 (656) 610518003 SX 3,30 06.12.2024 (100) 61051703 SX 3 27.07.2022 (81) 610515006 12,9 04.08.2022 (41) 610515008 12,9 04.08.2022 (33) 610515008 12,9 04.08.2022 (26) 610515008 12,9 04.08.2022 (26) 610515007 12,9 04.08.2022 (26) 610516004 13 21.04.2023 (20) 610516004 13 21.04.2023 (20) 610516007 12,9 04.08.2022 (18) 610516008 13 21.04.2023 (20) 610516008 13,3 12.10.2021 (18) 610516008 13,3 12.10.2021 (18) 610517014 9,6 08.07.2022 (17) 610514007 <th></th> <th></th> <th></th> <th>•</th> <th>В ми.</th> <th>плионах рублей</th>				•	В ми.	плионах рублей
Третьи стороны Третьи стороны Третьи стороны Кербанк ПАО 610516005 13 21.04.2023 (175) 610518003 SX 3,30 06.12.2024 (100) 610517013 SX 3 27.07.2022 (81) 610517020 10 16.11.2024 (72) 610515006 12,9 04.08.2022 (41) 610515008 12,9 04.08.2022 (33) 610517015 SX 3 27.07.2022 (26) 610517015 SX 3 27.07.2022 (26) 610515008 12,9 04.08.2022 (26) 610515008 12,9 04.08.2022 (26) 610516004 13 21.04.2023 (20) 610516004 13 21.04.2023 (20) 610515008 13,9 04.08.2022 (18) 610516004 13 21.04.2023 (20) 610516008 13,3 12.10.2021 (18) 610517014 9,6 08.07.2022 (17) 610514010 13,3 12.10.2021 (15) 610514011 13,3 12.10.2021 (15) 610517012 10 08.07.2022 (14) 610517012 10 08.07.2022 (14) 610517011 10 08.07.2022 (11) 610517007 11 08.07.2022 (11) 610517007 11 08.07.2022 (7) 610513009 10 28.10.2020 (6) 610513009 10 28.10.2020 (5) 610514007 13,3 12.10.2021 (4) 610513009 10 28.10.2020 (5) 610514007 13,3 12.10.2021 (4) 610513010 10 28.10.2020 (5) 610514007 13,3 12.10.2021 (4) 610513010 10 28.10.2020 (5) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610513010 10 28.10.2020 (6) 610514007 13,3 12.10.2021 (4) 610514007 13,3 12.10.2021 (4) 610513010 10 28.10.2020 (5) 610514007 13,3 12.10.2021 (4) 610514007 610513010 610 610514007 610513010 610 610514010	Группа	Valuenaralie	Покорож	Процентная	Дата	Остаток на
610516005 13 21.04.2023 (175) 610518003 SX 3.30 06.12.2024 (100) 610517020 10 16.11.2024 (72) 610515006 12.9 04.08.2022 (41) 610515009 12.9 04.08.2022 (33) 610515008 12.9 04.08.2022 (26) 610517015 SX 3 27.07.2022 (26) 610515007 12.9 04.08.2022 (26) 610515007 12.9 04.08.2022 (18) 610515007 12.9 04.08.2022 (18) 610514008 13.3 12.10.2021 (18) 610517006 SX 3 08.07.2022 (17) 610517006 SX 3 08.07.2022 (15) 610514010 13.3 12.10.2021 (15) 610514011 13.3 12.10.2021 (14) 610514011 13.3 12.10.2021 (14) 610514010 13.3 12.10.2021 (14) 610	контрагента	Контрагент	договор	ставка	погашения	30.06.2019
Невоврации Не	Третьи стороны	Сбербанк ПАО	610516014	9,6	06.12.2024	(656)
Польтира предвадиент Польтира предвадиен			610516005	13	21.04.2023	(175)
10			610518003 SX	3,30	06.12.2024	(100)
Негорации Нег			610517013 SX	3	27.07.2022	(81)
Невора			610517020	10	16.11.2024	(72)
Неворации Нев			610515006	12,9	04.08.2022	(41)
Неговария Нег			610515009	12,9	04.08.2022	(33)
Неговария Нег			610515008	12,9	04.08.2022	(26)
Неговария Нег			610517015 SX		27.07.2022	(26)
Неговария Нег			610516004	13	21.04.2023	(20)
Негорации Нег			610515007	12,9	04.08.2022	(18)
Негорации Нег			610514008	13,3	12.10.2021	(18)
Связанные стороны Добринский сахарный стороны ДСЗ/БООО 6.051/2017 5,5 11.07.2021 (15) Внутригрупповые операции Дого За 6.н. 0 31.12.2025 (14) 6.0517005 10 08.07.2022 (14) 6.0517012 10 08.07.2022 (11) 6.н. 0 08.07.2022 (9) 6.0517011 10 08.07.2022 (7) 6.0513009 10 28.10.2020 (6) 6.0513008 10 28.10.2020 (5) 6.0513010 10 28.10.2020 (3) 2.05200 (3) 31.12.0225 (95) 2.07 610513010 10 28.10.2020 (3) 3.0 28.10.2020 (3) 31.12.0225 (95) 2.0 4.0 61.0513010 10 28.10.2020 (3) 3.0 31.12.2025 (95) (95) (95) 2.0 5.5 11.07.2020 (16) (16) (17) 3.0 31.12.2025 (99) (99) (90) (610517014	9,6	08.07.2022	(17)
Связанные стороны Добринский сахарный завод ООО ДСЗ/БООО 6.H. 0 31.12.2025 (15) Внутригрупповые операции Холдинговая компания операции 6.H. 0 31.12.2025 (17) 6.H. 0 31.12.2025 (99) 6.0517012 10 08.07.2022 (11) 610517007 11 08.07.2022 (7) 610513009 10 28.10.2020 (6) 610513008 10 28.10.2020 (5) 610513010 10 28.10.2020 (3) Связанные стороны Добринский сахарный завод ООО 72/ДСЗ/2017 5,5 11.07.2020 (16) 7Д Агро Дуо ООО 6.H. 0 31.12.2025 (99) Внутригрупповые операции Холдинговая компания 6.H. 0 31.12.2025 (99) Агро 3 6.H. 0 31.12.2025 (65) Агро 5 6.H. 0 31.12.2025 (23) Агро 5 6.H. 0 31.12.2025 (17)						
Неговария Нег			610514010	13,3		(15)
Неговария Нег			610517005	•		(14)
Неговорования Неговорован				13,3		
Неготория Внутригрупповые операции Агро 2						
Неготорина Не			610517011	10	08.07.2022	(9)
Связанные стороны Добринский сахарный завод ООО Бнутригрупповые операции Агро 3 Агро 5 Агро 1 Агро 2 Агро 5 Агро 2 Агро 2 Агро 5 Агро 2 Агро 3 Агро 5 Агро 3 Агро 5 Агро 6 Агро 7 Агро			610517007	11	08.07.2022	
Связанные стороны Добринский сахарный стороны Добринский сахарный завод ООО ДСЗ/Б008/2018 0 31.12.2025 (95) Внутригрупповые операции Холдинговая компания 6.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 3 6.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 1 6.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 5 6.н. 0 31.12.2025 (99) 31.12.2025 (99) 31.12.2025 (99) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (65) 31.12.2025 (17)				10		
Связанные стороны Добринский сахарный стороны Добринский сахарный завод ООО ДСЗ/Б008/2018 0 31.12.2025 (95) Внутригрупповые операции Холдинговая компания 6.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 3 6.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 1 6.н. 0 31.12.2025 (65) Агро 5 6.н. 0 31.12.2025 (65) 3 6.н. 0 31.12.2025 (65) 3 6.н. 0 31.12.2025 (65) 4 6.н. 0 31.12.2025 (23) 4 6.н. 0 31.12.2025 (17)			610513008	10		(5)
Связанные добринский сахарный ДСЗ/Б008/2018 0 31.12.2025 (95) 3авод ООО 679/ДСЗ/2017 5,5 11.07.2020 (16) ТД АгроДуо ООО 6.н. 0 31.12.2025 (99) Внутригрупповые операции Агро 3 6.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 2 6.н. 0 31.12.2025 (65) Агро 1 6.н. 5,7 12.05.2019 (23) Агро 5 6.н. 0 31.12.2025 (17)				13,3		
Связанные стороны Добринский сахарный завод ООО ДСЗ/Б008/2018 0 31.12.2025 (95) ТД АгроДуо ООО 6.н. 0 31.12.2025 (99) Внутригрупповые операции Холдинговая компания 6.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 3 6.н. 0 31.12.2025 (65) Агро 2 6.н. 0 26.06.2019 (41) Агро 1 6.н. 5,7 12.05.2019 (23) Агро 5 6.н. 0 31.12.2025 (17)						
стороны завод ООО 679/ДС3/2017 5,5 11.07.2020 (16) ТД АгроДуо ООО 6.н. 0 31.12.2025 (99) Внутригрупповые операции Агро 3 6.н. 0 31.12.2025 (65) Агро 2 6.н. 0 26.06.2019 (41) Агро 1 6.н. 5,7 12.05.2019 (23) Агро 5 6.н. 0 31.12.2025 (17)	Связанные	Добринский сахарный	ДС3/Б008/2018	0		(95)
ТД АгроДуо ООО б.н. 0 31.12.2025 (99) Внутригрупповые операции Холдинговая компания б.н. 0 31.12.2025 (99) Агро 3 б.н. 0 31.12.2025 (65) Агро 2 б.н. 0 26.06.2019 (41) Агро 1 б.н. 5,7 12.05.2019 (23) Агро 5 б.н. 0 31.12.2025 (17)				5,5	11.07.2020	(16)
Внутригрупповые операции	-			-		
операции Агро 3 б.н. 0 31.12.2025 (65) Агро 2 б.н. 0 26.06.2019 (41) Агро 1 б.н. 5,7 12.05.2019 (23) Агро 5 б.н. 0 31.12.2025 (17)	Внутригрупповые			0		
Агро 2 б.н. 0 26.06.2019 (41) Агро 1 б.н. 5,7 12.05.2019 (23) Агро 5 б.н. 0 31.12.2025 (17)						
Aгро 1 б.н. 5,7 12.05.2019 (23) Агро 5 б.н. 0 31.12.2025 (17)	_	•		0		
Агро 5 б.н. 0 31.12.2025 (17)		•				
	Итого	-	-	-		(1 841)

Источник: составлено автором.

Приложение В

(информационное)

Профессиональный стандарт «Предынвестиционный аналитик»

Профессиональный стандарт

"Предынвестиционный аналитик" УТВЕРЖДЕН приказом Министерства труда и социальной защиты

от <XX месяца 202X> № ХХХ

Российской Федерации

І. Общие сведения

Деятельность по всестороннему комплексному исследованию деятельности организации-цели в	08.03X
рамках проектов слияний и поглощений, направленное на создание объективного и достоверного	
представления о бизнесе у инвесторов, выявлению и описанию ключевых заинтересованных	
сторон, финансовых и нефинансовых рисков.	
(наименование вида профессиональной деятельности)	(код)

Основная цель вида профессиональной деятельности:

Минимизация рисков проекта слияний и поглощений путем выявления требований заинтересованных сторон, которые могут оказать существенное воздействие на ключевых участников.

Группа занятий:

2412	Консультанты по финансовым вопросам и инвестициям
(код ОКЗ)	(наименование)

Отнесение к видам экономической деятельности:

64.99	Предоставление прочих финансовых услуг, кроме услуг по страхованию и пенсионному
	обеспечению, не включенных в другие группировки
69.20	Деятельность по оказанию услуг в области бухгалтерского учета, по проведению
	финансового аудита, по налоговому консультированию
(код ОКВЭД)	(наименование)

Рисунок В.1 – Профессиональный стандарт (титульный лист)

Таблица В.1 – Описание трудовых функций, входящих в профессиональный стандарт (функциональная карта вида профессиональной деятельности)

Обобщенные трудовые функции		ции	Трудовые функции			
код	наименование	уровень квалифика- ции	наименование	код	уровень (подуровень) квалификации	
1	2	3	4	5	6	
A.	Исполнение процедур по предынвестиционному	6	Выявление и мониторинг заинтересованных сторон и их требований в отношении проекта	A.01.6	6	
	анализу		Взаимодействие с ключевыми заинтересованными сторонами	A.02.6	6	
			Сбор, систематизация и представление информации о рисках проекта	A.03.6	6	
			Анализ выполнения критериев устойчивого развития компании-цели после реализации проекта и разработка мер по достижению устойчивого развития	A.04.6	6	
В.	Методическое обеспечение предынвестиционного анализа	7	Разработка и актуализация внутренних организационно-распорядительных документов, регламентирующих деятельность по предынвестиционному анализу в организации	B.01.7	7	
			Разъяснение работникам организации законодательства и его практического применения	B.02.7	7	
			Обучение и повышение квалификации работников организации	B.03.7	7	
С. Управление проектом по предынвестиционному	Управление проектом по предынвестиционному	7	Обоснование подходов, используемых в предынвестиционном анализе	C.01.7	7	
	анализу		Руководство проектом по предынвестиционному анализу	C.02.7	7	

1	2	3	4	5	6
D.	Управление проектом по предынвестиционному анализу	7	Организация работы и надзор за участниками рабочей группы проекта	C.03.7	7
C.	Управление организацией, осуществляющей	7	Планирование деятельности и обеспечение развития организации, проводящей предынвестиционный анализа	D.01.7	7
	предынвестиционный анализ		Управление ресурсами организации	D.02.7	7
			Установление контактов и поддержание сотрудничества с деловыми партнерами организации	D.03.7	7

Источник: разработано автором.

Таблица В.2 – Обобщенная трудовая функция «Исполнение процедур по предынвестиционному анализу»

Структурный элемент	Описание
Код	A
Уровень квалификации	6
Возможные наименования должностей	Предынвестиционный аналитик
Необходимые знания	Образовательные программы высшего образования - программы бакалавриата
Необходимые умения	Не менее одного года работы, связанной с аудиторской, бухгалтерской или консультационной деятельностью
Особые условия допуска к работе	Нет
ОК3	2412

Таблица В.3 – Трудовая функция «Выявление и мониторинг заинтересованных сторон и их требований в отношении проекта»

Структурный элемент	Описание
Код	A.01.6
Уровень квалификации	6
	Анализ контекста, организационной структуры бизнеса компании-цели для выявления заинтересованных сторон проекта слияний и поглощений
Трудовые действия	Сбор и регистрация информации о заинтересованных сторонах
трудовые денетвия	Систематизация информации о требованиях стейкхолдеров в отношении проекта и поддержание ее в актуальном состоянии
	Анализ и классификация требований заинтересованных сторон по важности для проекта
	Теория заинтересованных сторон
	Теория систем
Необходимые знания	Теория управления рисками
	Теория конфликтов
	Теория межличностной и групповой коммуникации в деловом взаимодействии
	Использовать техники выявления заинтересованных сторон
	Планировать, организовывать и проводить встречи и обсуждения с заинтересованными сторонами
	Анализировать внутренние (внешние) факторы и условия, влияющие на деятельность организации
Необходимые умения	Оформлять результаты анализа в соответствии с выбранными подходами
	Собирать, классифицировать, систематизировать и обеспечивать хранение и актуализацию информации предынвестиционного анализа
	Выявлять, регистрировать, анализировать и классифицировать риски и разрабатывать комплекс мероприятий по их минимизации

Таблица В.4 – Трудовая функция «Взаимодействие с ключевыми заинтересованными сторонами»

Структурный элемент	Описание
1	2
Код	A.02.6
Уровень квалификации	6
	Взаимодействие с заинтересованными сторонами и мониторинг заинтересованных сторон
	Управление рисками, обусловленными взаимодействием с заинтересованными сторонами
	Презентация результатов работы заинтересованным сторонам
T	Подготовка и проведение промежуточных встреч с заинтересованными сторонами
Трудовые действия	Подготовка и разъяснение информационных запросов заинтересованным сторонам
	Организация обмена проектной информацией и документацией между участниками проекта
	Разъяснения заинтересованным сторонам в отношении объема по проекту
	Обсуждение периметра проекта и ограничений по объему работ
	Теория заинтересованных сторон
Необходимые знания	Теория межличностной и групповой коммуникации в деловом взаимодействии
	Теория конфликтов
	Теория управления рисками
	Теория систем

1	2
	Использовать техники выявления заинтересованных сторон
	Планировать, организовывать и проводить встречи и обсуждения с заинтересованными сторонами
	Выявлять, регистрировать, анализировать и классифицировать риски и разрабатывать комплекс мероприятий по их минимизации
Необходимые умения	Представлять информацию предынвестиционного анализа различными способами и в различных форматах для обсуждения с заинтересованными сторонами
	Применять информационные технологии в объеме, необходимом для целей предынвестиционного анализа
	Обосновывать необходимость расширения периметра проекта

Таблица В.5 – Трудовая функция «Сбор, систематизация и представление информации о рисках проекта»

Структурный элемент	Описание		
1	2		
Код	A.03.6		
Уровень квалификации	6		
	Выявление основных требований любых заинтересованных сторон, которые могут оказать влияние на проект		
Tauronyo noxompya	Разработка мероприятий по минимизации рисков проекта для ключевых заинтересованных сторон		
Трудовые действия	Разъяснение рисков проекта ключевым заинтересованным сторонам		
	Мониторинг рисков проекта и мероприятий по минимизации рисков		

1	2
	Теория заинтересованных сторон
	Методы идентификации риска и теория управления рисками
	Основы финансового менеджмента, методические документы по финансовому анализу, методические документы по бюджетированию и управлению денежными потоками
Необходимые знания	Внутренние организационно-распорядительные документы экономического субъекта
	Международные стандарты финансовой отчетности или международные стандарты финансовой отчетности для общественного сектора (в зависимости от сферы деятельности экономического субъекта); международные стандарты аудита; практика применения указанного законодательства
	Основы экономики, технологии, организации производства и управления в экономическом субъекте
	Основные положения международных стандартов по риск-менеджменту и смежным вопросам
	Использовать техники выявления заинтересованных сторон
Необходимые умения	Планировать, организовывать и проводить встречи и обсуждения с заинтересованными сторонами
	Определять эффективные методы воздействия на риск, разрабатывать планы воздействия на риски (совместно с ответственными за риск сотрудниками)
	Определять последствия реализации рисков
	Применять информационные технологии в объеме, необходимом для целей предынвестиционного анализа
Необходимые умения	Обосновывать необходимость расширения периметра проекта
пеобходимые умения	Определять объем работ по финансовому анализу, потребность в трудовых, финансовых и материально-технических ресурсах
	Определять источники информации для проведения анализа финансового состояния экономического субъекта
	Планировать программы и сроки проведения финансового анализа экономического субъекта и осуществлять контроль их соблюдения, определять состав и формат аналитических отчетов

Таблица В.6 – Трудовая функция «Анализ выполнения критериев устойчивого развития компании-цели после реализации проекта и разработка мер по достижению устойчивого развития»

Структурный элемент	Описание
Код	A.04.6
Уровень квалификации	6
	Анализ отчетности об устойчивом развитии (если организация занимается подготовкой подобной отчетности)
Трудовые	Анализ текущего состояния организации для оценки соблюдения критериев устойчивого развития
действия	Выработка рекомендаций по изменениям, необходимым для достижения устойчивого развития
	Разъяснение значимости устойчивого развития ключевым заинтересованным сторонам
	Теория заинтересованных сторон
Необходимые знания	Теория устойчивого развития
	Законодательство Российской Федерации в области социального, экологического и экономического развития
	Анализировать, толковать и систематизировать нормы и требования нормативных правовых актов в области устойчивого развития, российский и зарубежный опыт разработки внутренних организационно-распорядительных документов
	Подготавливать четкие, понятные и грамотно сформулированные внутренние документы, разрабатывать шаблоны рабочих документов
Необходимые умения	Разъяснять работникам требования внутренних организационно-распорядительных документов, вырабатывать рекомендации по их применению
	Проводить внутренние семинары и подготавливать сообщения по вопросам методологии анализа устойчивого развития и применения внутренних организационно-распорядительных документов
	Собирать информацию, анализировать и обобщать результаты применения на практике внутренних организационно-распорядительных документов
	Работать с компьютером и офисной оргтехникой, с программными продуктами для создания шаблонов рабочих документов и других документов, со справочными правовыми системами

Таблица В.7 – Обобщенная трудовая функция «Методическое обеспечение предынвестиционного анализа»

Структурный элемент	Описание
Код	В
Уровень квалификации	7
Возможные наименования должностей	Аналитик-эксперт, старший предынвестиционный аналитик, менеджер проекта
Необходимые знания	Высшее образование - специалитет, магистратура Дополнительное профессиональное образование по программам повышения квалификации (в том числе необходимым для проведения предынвестиционного анализа в специфических областях)
Необходимые умения	Не менее пяти лет работы, связанной с осуществлением аудиторской деятельности либо ведением бухгалтерского учета и составлением бухгалтерской (финансовой) отчетности либо оказанием финансовых консультационных услуг; из них не менее трех лет - в консалтинговой или аудиторской организации
Особые условия допуска к работе	Членство в одной из саморегулируемых организаций предынвестиционных аналитиков
ОК3	2412

Таблица В.8 – Трудовая функция «Разработка и актуализация внутренних организационно-распорядительных документов, регламентирующих деятельность по предынвестиционному анализу в организации»

Структурный элемент	Описание	
1	2	
Код	B.01.7	
Уровень квалификации	квалификации 7	
	Разработка внутренних организационно-распорядительных документов, регламентирующих деятельность по предынвестиционному анализу в организации	
Трудовые действия	Своевременное внесение необходимых изменений и дополнений во внутренние организационно-распорядительные документы	
	Доведение до сведения работников внутренних организационно-распорядительных документов и разъяснение их применения	

1	2
Трудовые действия	Внедрение и апробация положений внутренних организационно-распорядительных документов в проекты по проведению предынвестиционного анализа Организация обмена информацией с работниками по вопросам применения на практике внутренних организационно-распорядительных документов
	Законодательство Российской Федерации об аудиторской деятельности, федеральные стандарты аудиторской деятельности, информационные технологии и компьютерные системы в аудиторской деятельности Кодекс профессиональной этики аудиторов и правила независимости аудиторов и аудиторских организаций
	Законодательство Российской Федерации о бухгалтерском учете, стандарты бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности, международные стандарты финансовой отчетности, информационные технологии и компьютерные системы в бухгалтерском учете и бухгалтерской отчетности Гражданское законодательство Российской Федерации, трудовое законодательство Российской Федерации, законодательство Российской Федерации о социальном страховании и обеспечении, корпоративном управлении
Необходимые знания	Налоговое законодательство Российской Федерации Финансы, финансовый анализ, основы финансового менеджмента Практика применения законодательства Российской Федерации об аудиторской деятельности, о бухгалтерском учете, о социальном
	страховании и обеспечении и корпоративном управлении, налогового, гражданского, трудового законодательства Российской Федерации Методы поиска, отбора, анализа и систематизации информации
	Основы делопроизводства
	Передовой российский и зарубежный опыт в области аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности и оказания сопутствующих аудиту услуг, включая международные стандарты аудита, в области бухгалтерского учета и отчетности, включая международные стандарты финансовой отчетности (в зависимости от специализации, направлений деятельности), прочих услуг, связанных с аудиторской деятельностью, а также в области противодействия коррупции и коммерческому подкупу, легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем и финансированию терроризма

1	2
ш. б	Основы безопасной работы с компьютерной техникой и информационно-коммуникационными сетями в целях защиты информации
Необходимые знания	Внутренние организационно-распорядительные документы аудиторской организации, регламентирующие аудиторскую деятельность в организации
	Анализировать, толковать и систематизировать нормы и требования нормативных правовых актов по предынвестиционному анализа,
	российский и зарубежный опыт разработки внутренних организационно-распорядительных документов
Необходимые умения	Подготавливать четкие, понятные и грамотно сформулированные внутренние организационно-распорядительные документы,
	регламентирующие деятельность по проведению предынвестиционного анализа в организации, разрабатывать понятные и применимые на
	практике шаблоны рабочих документов
	Разъяснять работникам требования внутренних организационно-распорядительных документов, вырабатывать рекомендации по их
	применению
	Проводить внутренние семинары и подготавливать сообщения по вопросам методологии предынвестиционного анализа и применения
	внутренних организационно-распорядительных документов
Необходимые умения	Собирать информацию, анализировать и обобщать результаты применения на практике внутренних организационно-распорядительных
	документов
	Поддерживать деловые и этичные взаимоотношения с работниками организации, предотвращать и разрешать конфликты
	Работать с компьютером и офисной оргтехникой, с программными продуктами для создания шаблонов рабочих документов и других
	документов, со справочными правовыми системами

Таблица В.9 – Трудовая функция «Разъяснение работникам организации законодательства и его практического применения»

Структурный элемент	Описание	
1	2	
Код	B.02.7	
Уровень квалификации	7	
	Доведение до сведения работников организации, проводящей предынвестиционный анализ требований нормативных правовых актов по аудиторской деятельности	
Трудовые действия	Мониторинг изменений нормативных правовых актов по аудиторской деятельности	
	Разъяснение работникам аудиторской организации применения нормативных правовых актов по аудиторской деятельности и консультирование по этим вопросам	
	Законодательство Российской Федерации об аудиторской деятельности, федеральные стандарты аудиторской деятельности, информационные технологии и компьютерные системы в аудиторской деятельности	
	Кодекс профессиональной этики аудиторов и правила независимости аудиторов и аудиторских организаций	
Необходимые знания	Законодательство РФ о бухгалтерском учете, стандарты бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности, международные стандарты финансовой отчетности, информационные технологии и компьютерные системы в бухгалтерском учете и бухгалтерской отчетности	
	Гражданское законодательство Российской Федерации, трудовое законодательство Российской Федерации, законодательство Российской Федерации о социальном страховании и обеспечении, корпоративном управлении	
	Налоговое законодательство Российской Федерации	
	Финансы, финансовый анализ, основы финансового менеджмента	
	Практика применения законодательства Российской Федерации об аудиторской деятельности, о бухгалтерском учете, о социальном страховании и обеспечении и корпоративном управлении, налогового, гражданского, трудового законодательства Российской Федерации	
Необходимые знания	Методы поиска, отбора, анализа и систематизации информации	
	Основы делопроизводства	
	Передовой российский и зарубежный опыт в области аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности и оказания сопутствующих аудиту услуг, включая международные стандарты аудита, в области бухгалтерского учета и отчетности, включая международные стандарты финансовой отчетности (в зависимости от специализации, направлений деятельности), прочих услуг, связанных с аудиторской деятельностью, а также в области противодействия коррупции и коммерческому подкупу, легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем и финансированию терроризма	

1	2
	Основы безопасной работы с компьютерной техникой и информационно-коммуникационными сетями в целях защиты информации
Необходимые знания	Внутренние организационно-распорядительные документы организации, регламентирующие деятельность по проведению предынвестиционного анализа в организации
	Анализировать, толковать и систематизировать нормы и требования нормативных правовых актов по предынвестиционному анализа, российский и зарубежный опыт разработки внутренних организационно-распорядительных документов
	Систематизировать информацию, содержащуюся в нормативных правовых актах, российский и зарубежный опыт их применения
	Объяснять нормы и требования нормативных правовых актов по предынвестиционному анализу
Необходимые умения	Вырабатывать рекомендации по применению нормативных правовых актов по предынвестиционному анализу в ходе выполнения задания
	Подготавливать внутренние семинары и сообщения по вопросам применения нормативных правовых актов и материалы к ним
	Поддерживать деловые и этичные взаимоотношения с работниками организации, предотвращать и разрешать конфликты
	Работать с компьютером и офисной оргтехникой, с программными продуктами для создания шаблонов рабочих документов и других документов, со справочными правовыми системами

Таблица В.10 — Трудовая функция «Обучение и повышение квалификации работников организации»

Структурный элемент	Описание		
1	2		
Код	B.03.7		
Уровень квалификации	7		
	Анализ и оценка потребностей работников организации в обучении по конкретным направлениям		
	Планирование обучения и повышения квалификации работников		
Трудовые действия	Обучение работников организации, проводящей предынвестиционный анализ, применению на практике внутренних организационно-распорядительных документов		
	Организация обучения и обучение работников организации по направлениям и вопросам в соответствии с потребностями предынвестиционных аналитиков (в пределах своей компетенции)		
	Контроль прохождения работниками организации обучения и повышения квалификации		
	Законодательство Российской Федерации об аудиторской деятельности, федеральные стандарты аудиторской деятельности, информационные технологии и компьютерные системы в аудиторской деятельности		
	Кодекс профессиональной этики аудиторов и правила независимости аудиторов и аудиторских организаций		
	Законодательство Российской Федерации о бухгалтерском учете, стандарты бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности, международные стандарты финансовой отчетности, информационные технологии и компьютерные системы в бухгалтерском учете и бухгалтерской отчетности Гражданское законодательство Российской Федерации, трудовое законодательство Российской Федерации, законодательство Российской Федерации о социальном страховании и обеспечении, корпоративном управлении		
Необходимые	Налоговое законодательство Российской Федерации		
знания	Финансы, финансовый анализ, основы финансового менеджмента		
	Передовой российский и зарубежный опыт в области аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности и оказания сопутствующих аудиту услуг, включая международные стандарты аудита, в области бухгалтерского учета и отчетности, включая международные стандарты финансовой отчетности (в зависимости от специализации, направлений деятельности), прочих услуг, связанных с аудиторской деятельностью, а также в области противодействия коррупции и коммерческому подкупу, легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем и финансированию терроризма		
	Основы методики преподавания, виды и приемы современных педагогических технологий		

1	2
Необходимые знания	Методы поиска, отбора, анализа и систематизации информации 2
	Основы безопасной работы с компьютерной техникой и информационно-коммуникационными сетями в целях защиты информации
	Внутренние организационно-распорядительные документы организации, регламентирующие деятельность по предынвестиционному анализу в организации
Необходимые умения	Анализировать, толковать и систематизировать нормы и требования нормативных правовых актов по предынвестиционному анализа, российский и зарубежный опыт разработки внутренних организационно-распорядительных документов
	Подготавливать четкие, понятные и грамотно сформулированные внутренние организационно-распорядительные документы, регламентирующие деятельность по проведению предынвестиционного анализа в организации, разрабатывать понятные и применимые на практике шаблоны рабочих документов
	Разъяснять работникам требования внутренних организационно-распорядительных документов, вырабатывать рекомендации по их применению
	Проводить внутренние семинары и подготавливать сообщения по вопросам методологии предынвестиционного анализа и применения внутренних организационно-распорядительных документов
	Собирать информацию, анализировать и обобщать результаты применения на практике внутренних организационно-распорядительных документов
	Поддерживать деловые и этичные взаимоотношения с работниками организации, предотвращать и разрешать конфликты
	Работать с компьютером и офисной оргтехникой, с программными продуктами для создания шаблонов рабочих документов и других документов, со справочными правовыми системами

Таблица В.11 – Обобщенная трудовая функция «Управление проектом по предынвестиционному анализу»

Структурный элемент	Описание
Код	С
Уровень квалификации	7
Возможные наименования должностей	Старший предынвестиционный аналитик, менеджер проекта
н с	Высшее образование - специалитет, магистратура
Необходимые знания	Дополнительное профессиональное образование по программам повышения квалификации (в том числе необходимым для проведения предынвестиционного анализа в специфических областях)
Необходимые умения	Не менее пяти лет работы, связанной с осуществлением аудиторской деятельности либо ведением бухгалтерского учета и составлением бухгалтерской (финансовой) отчетности либо оказанием финансовых консультационных услуг; из них не менее трех лет - в консалтинговой или аудиторской организации
Особые условия допуска к работе	Членство в одной из саморегулируемых организаций предынвестиционных аналитиков
ОК3	2412

Таблица В.12 – Трудовая функция «Обоснование подходов, используемых в предынвестиционном анализе»

Структурный элемент	Описание
1	2
Код	C.01.7
Уровень квалификации	7
	Анализ контекста, организационной структуры бизнеса компании-цели для выявления заинтересованных сторон проекта слияний и поглощений
Tayyanya yayamnya	Сбор и регистрация информации о заинтересованных сторонах
Трудовые действия	Систематизация информации о требованиях стейкхолдеров в отношении проекта и поддержание ее в актуальном состоянии
	Анализ и классификация требований заинтересованных сторон по важности для проекта
	Теория заинтересованных сторон
	Теория межличностной и групповой коммуникации в деловом взаимодействии
Необходимые знания	Теория конфликтов
	Теория управления рисками
	Теория систем
	Использовать техники выявления заинтересованных сторон
	Планировать, организовывать и проводить встречи и обсуждения с заинтересованными сторонами
Необходимые умения	Выявлять, регистрировать, анализировать и классифицировать риски и разрабатывать комплекс мероприятий по их минимизации
	Собирать, классифицировать, систематизировать и обеспечивать хранение и актуализацию информации предынвестиционного анализа
	Оформлять результаты анализа в соответствии с выбранными подходами

1	2
Необходимые умения	Применять информационные технологии в объеме, необходимом для целей предынвестиционного анализа
	Анализировать внутренние (внешние) факторы и условия, влияющие на деятельность организации
	Анализировать качество предоставленной в рамках проекта информации с точки зрения выбранных критериев

Таблица В.13 – Трудовая функция «Руководство проектом по предынвестиционному анализу»

Структурный элемент	Описание
1	2
Код	C.02.7
Уровень квалификации	7
	Взаимодействие с заинтересованными сторонами и мониторинг заинтересованных сторон
	Управление рисками, обусловленными взаимодействием с заинтересованными сторонами
	Презентация результатов работы заинтересованным сторонам
Трудов на найствия	Подготовка и проведение промежуточных встреч с заинтересованными сторонами
Трудовые действия	Подготовка и разъяснение информационных запросов заинтересованным сторонам
	Организация обмена проектной информацией и документацией между участниками проекта
	Разъяснения заинтересованным сторонам в отношении объема по проекту
	Обсуждение периметра проекта и ограничений по объему работ

1	2
Необходимые знания	Теория заинтересованных сторон
	Теория межличностной и групповой коммуникации в деловом взаимодействии
	Теория конфликтов
	Теория управления рисками
	Теория систем
	Использовать техники выявления заинтересованных сторон
	Планировать, организовывать и проводить встречи и обсуждения с заинтересованными сторонами
Необходимые умения	Выявлять, регистрировать, анализировать и классифицировать риски и разрабатывать комплекс мероприятий по их минимизации
	Представлять информацию предынвестиционного анализа различными способами и в различных форматах для обсуждения с заинтересованными сторонами
	Применять информационные технологии в объеме, необходимом для целей предынвестиционного анализа
	Обосновывать необходимость расширения периметра проекта

Таблица В.14 – Трудовая функция «Организация работы и надзор за участниками рабочей группы проекта»

Структурный элемент	Описание
1	2
Код	C.03.7
Уровень квалификации	7
	Выявление основных требований любых заинтересованных сторон, которые могут оказать влияние на проект
	Разработка мероприятий по минимизации рисков проекта для ключевых заинтересованных сторон
Трудовые действия	Разъяснение рисков проекта ключевым заинтересованным сторонам
	Мониторинг рисков проекта и мероприятий по минимизации рисков
	Теория заинтересованных сторон
	Методы идентификации риска и теория управления рисками
	Основы финансового менеджмента, методические документы по финансовому анализу, методические документы по бюджетированию и управлению денежными потоками
Необходимые знания	Внутренние организационно-распорядительные документы экономического субъекта
теооходимые знатия	Международные стандарты финансовой отчетности или международные стандарты финансовой отчетности для общественного сектора (в зависимости от сферы деятельности экономического субъекта); международные стандарты аудита; практика применения указанного законодательства
	Основы экономики, технологии, организации производства и управления в экономическом субъекте
	Основные положения международных стандартов по риск-менеджменту и смежным вопросам
Необходимые умения	Использовать техники выявления заинтересованных сторон
	Планировать, организовывать и проводить встречи и обсуждения с заинтересованными сторонами
	Определять эффективные методы воздействия на риск, разрабатывать планы воздействия на риски (совместно с ответственными за риск сотрудниками)

1	2
Необходимые умения	Определять последствия реализации рисков
	Обосновывать необходимость расширения периметра проекта
	Определять объем работ по финансовому анализу, потребность в трудовых, финансовых и материально-технических ресурсах
	Определять источники информации для проведения анализа финансового состояния экономического субъекта
	Планировать программы и сроки проведения финансового анализа экономического субъекта и осуществлять контроль их соблюдения, определять состав и формат аналитических отчетов

Источник: разработано автором.

Таблица В.15 – Обобщенная трудовая функция «Управление организацией, осуществляющей предынвестиционный анализ»

Структурный элемент	Описание
Код	D
Уровень квалификации	7
Возможные наименования должностей	Ведущий предынвестиционный аналитик, руководитель отдела
Необходимые знания	Высшее образование - специалитет, магистратура
	Дополнительное профессиональное образование по программам повышения квалификации (в том числе необходимым для проведения предынвестиционного анализа в специфических областях)
Необходимые умения	Не менее семи лет работы, связанной с осуществлением аудиторской деятельности либо ведением бухгалтерского учета и составлением бухгалтерской (финансовой) отчетности либо оказанием финансовых консультационных услуг; из них не менее пяти лет - в консалтинговой или аудиторской организации
Особые условия допуска к работе	Членство в одной из саморегулируемых организаций предынвестиционных аналитиков
ОКЗ	2412

Таблица В.16 – Трудовая функция «Планирование деятельности и обеспечение развития организации, проводящей предынвестиционный анализа»

Структурный элемент	Описание
1	2
Код	D.01.7
Уровень квалификации	7
	Определение целей и разработка стратегии развития организации
	Анализ и оценка общей ситуации и тенденций на рынке услуг по предынвестиционному анализу, внешних и внутренних факторов, влияющих на деятельность организации
	Оценка рисков в деятельности организации, предоставляющей услуги по предынвестиционному анализу и разработка системы управления ими
Трудовые действия	Планирование деятельности организации и ресурсов для ее осуществления
	Определение потребностей в привлечении новых или оптимизации имеющихся ресурсов и их реализация на практике, определение приоритетов
	Анализ эффективности деятельности организации и разработка мер по ее оптимизации
	Обеспечение ресурсов (финансовых, трудовых, материально-технических) для дальнейшего развития организации и повышения качества оказания услуг
Необходимые знания	Законодательство Российской Федерации в области предынвестиционного анализа, аудиторской деятельности
	Гражданское законодательство Российской Федерации, трудовое законодательство Российской Федерации, законодательство Российской Федерации о корпоративном управлении
	Управление рисками хозяйственной деятельности организации
	Организация и осуществление внутреннего контроля и внутреннего аудита
	Практика применения законодательства Российской Федерации об аудиторской деятельности, о корпоративном управлении, трудового законодательства Российской Федерации
	Методы поиска, отбора, анализа и систематизации информации

1	2
Необходимые знания	Состояние рынка услуг по предынвестиционному анализу, специфика отрасли и ее перспективы, направления государственной политики
	Принципы, методы и технологии управления организацией и персоналом
	Структура организации и ее особенности, технология процесса оказания услуг
	Методы планирования, анализа выполнения планов и программ, определения их экономической эффективности
	Принципы бюджетирования и контроля расходов
	Разрабатывать и описывать общую стратегию осуществления деятельности организации, детальный подход к осуществлению деятельности, координировать планы и проекты подразделений
Необходимые умения	Анализировать и оценивать эффективность использования различных ресурсов, разрабатывать мероприятия по повышению эффективности их использования
	Делегировать различные виды задач руководителям и работникам подразделений, мотивировать их, согласовывать их работу
	Объединять различные навыки и области знаний для решения нестандартных проблем
	Использовать техники выявления заинтересованных сторон
	Планировать, организовывать и проводить встречи и обсуждения с заинтересованными сторонами
	Выявлять, регистрировать, анализировать и классифицировать риски и разрабатывать комплекс мероприятий по их минимизации
	Анализировать внутренние (внешние) факторы и условия, влияющие на деятельность организации

Таблица В.17 – Трудовая функция «Управление ресурсами организации»

Структурный элемент	Описание
1	2
Код	D.02.7
Уровень квалификации	7
	Организация деятельности работников организации, осуществляющей деятельность по предынвестиционному анализу (управление персоналом)
	Организация материально-технического обеспечения деятельности организации и ее работников
	Организация основных производственных процессов (управление ими), работы и взаимодействия всех подразделений организации
Трупори в пайстрия	Руководство аттестацией, профессиональным обучением и повышением квалификации работников, поддержание профессионального роста работников организации
Трудовые действия	Долгосрочное и краткосрочное бюджетирование, организация подготовки и утверждение финансовых и бухгалтерских документов организации
	Управление текущей деятельностью организации
	Координация и контроль реализации различных направлений деятельности и проектов организации, расходования ресурсов
	Поддержание культуры производства, ориентированной на качество оказываемых услуг
Необходимые знания	Законодательство Российской Федерации в области предынвестиционного анализа, аудиторской деятельности
	Гражданское законодательство Российской Федерации, трудовое законодательство Российской Федерации, законодательство Российской Федерации о корпоративном управлении
	Управление рисками хозяйственной деятельности организации
	Организация и осуществление внутреннего контроля и внутреннего аудита
	Практика применения законодательства Российской Федерации об аудиторской деятельности, о корпоративном управлении, трудового законодательства Российской Федерации
	Методы поиска, отбора, анализа и систематизации информации

1	2
	Состояние рынка услуг по предынвестиционному анализу, специфика отрасли и ее перспективы, направления государственной политики
	Принципы, методы и технологии управления организацией и персоналом
Необходимые знания	Структура организации и ее особенности, технология процесса оказания услуг
	Методы планирования, анализа выполнения планов и программ, определения их экономической эффективности
	Принципы бюджетирования и контроля расходов
	Координировать планы и проекты подразделений
	Анализировать и оценивать эффективность использования различных ресурсов, разрабатывать мероприятия по повышению эффективности их использования
	Анализировать и оценивать работу и профессиональные качества руководителей подразделений, координировать их
	Проводить организационные и информационные мероприятия для работников организации
Необходимые умения	Применять на практике различные методики, способы и подходы к управлению персоналом и контролю выполнения работниками заданий
	Выявлять реальные и возможные проблемы функционирования организации и своевременно их решать
	Поддерживать деловые и этичные взаимоотношения с представителями других организаций, государственных органов, представителями собственников и работниками организации, принимать меры для предотвращения конфликтов, проводить переговоры, деловые встречи, презентации, консультации, совещания, публичные выступления
	Прогнозировать последствия принятия решений
	Налаживать и поддерживать контакты с представителями профессиональной среды

Таблица В.18 – Трудовая функция «Установление контактов и поддержание сотрудничества с деловыми партнерами организации»

Структурный элемент	Описание
1	2
Код	D.03.7
Уровень квалификации	7
	Действия от имени организации, в том числе подписание отчетов по результатам предынвестиционного анализа
	Установление деловых связей и организация сотрудничества с организациями, государственными органами и их представителями, иными лицами, взаимодействие с собственниками организации
Трудовые действия	Организация работы по заключению договоров
	Представление и защита интересов организации в органах государственной власти, саморегулируемых организациях, иных учреждениях, организация подготовки и представления отчетности
	Обеспечение условий для прохождения организацией и ее работниками внешнего контроля качества и иных проверок в отношении осуществляемой деятельности
	Законодательство Российской Федерации в области предынвестиционного анализа, аудиторской деятельности
	Гражданское законодательство Российской Федерации, трудовое законодательство Российской Федерации, законодательство Российской Федерации о корпоративном управлении
	Управление рисками хозяйственной деятельности организации
Необходимые знания	Организация и осуществление внутреннего контроля и внутреннего аудита
	Практика применения законодательства Российской Федерации об аудиторской деятельности, о корпоративном управлении, трудового законодательства Российской Федерации
	Методы поиска, отбора, анализа и систематизации информации
	Состояние рынка услуг по предынвестиционному анализу, специфика отрасли и ее перспективы, направления государственной политики

Продолжение таблицы В.18

1	2
	Принципы, методы и технологии управления организацией и персоналом
Необходимые	Структура организации и ее особенности, технология процесса оказания услуг
знания	Методы планирования, анализа выполнения планов и программ, определения их экономической эффективности
	Принципы бюджетирования и контроля расходов
	Собирать информацию из различных источников
	Систематизировать различные виды информации
	Анализировать и обобщать полученную информацию и формулировать выводы по итогам
	Выявлять и оценивать потребности организации в установлении контактов для целей ее деятельности
Необходимые умения	Организовывать работу с другими организациями, государственными органами и их представителями, иными лицами с учетом интересов организации
	Поддерживать деловые и этичные взаимоотношения с представителями других организаций, государственных органов, представителями собственников и работниками аудиторской организации, принимать меры для предотвращения конфликтов, проводить переговоры, деловые встречи, презентации, консультации, совещания, публичные выступления
	Прогнозировать последствия принятия решений
	Работать с компьютером и офисной оргтехникой, со справочными правовыми системами

Источник: разработано автором.

Приложение Г

(информационное)

Проект отчета по результатам предынвестиционного анализа

Макет отчета по результатам предынвестиционного анализа

XXX месяца 20XX г.

Название проекта

Содержание

- Введение
 - Письмо-представление
 - Преамбула
 - Ключевые условия соглашения о намерениях и их выполнении
- Ключевые риски проекта
 - Ключевые финансовые риски
 - Ключевые налоговые риски
 - Прочие риски
 - Соответствие критериям устойчивого развития
- Обзор бизнеса
 - Структура группы
- Детальное представление результатов анализа
- Приложения

Письмо-представление

Уважаемый XXX (представитель Клиента),

В соответствии с условиями нашего договора от XX месяца 20XX г. об оказании услуг на проведение предынвестиционного анализа, мы рады предоставить Вам наш отчет, в котором изложены ключевые результаты.

Наша работа была выполнена в соответствии с условиями вышеупомянутого договора по запросу XXX (представитель Клиента) для целей потенциального приобретения доли в уставном капитале XXX (далее по тексту «Сделка» или «Проект»), и не должна быть использована для других целей. В связи с тем, что третьи лица могут использовать отчет для других целей, данный отчет не подлежит цитированию, использованию в качестве источника в ссылках или предоставлению каким-либо третьим лицам без получения предварительного письменного разрешения.

Обращаем Ваше внимание на важные комментарии и замечания, относящиеся к объему и ограничениям в нашей работе, которые указаны в преамбуле данного документа.

Исполнителем анализа по данному отчету являлся XXX, профессиональный предынвестиционный аналитик, член CPO «XXX» №XXXXXX от XX.XX.20XX

Преамбула

Контекст работы	Наша работа осуществлялась с единственной целью - предоставить Вам информацию в рамках Проекта. Объем нашей работы
	существенно меньше, чем аудит или обзор отчетности, поэтому на нее не следует полагаться в отношении идентификации всех вопросов,
	имеющих значение для определения обстоятельств, в которых находится Объект. Следовательно, мы не выпускаем аудиторское
	заключение относительно финансовой информации, которая была предоставлена нам Объектом и которая была включена в виде выдержек,
	содержащихся в нижеследующих разделах настоящего отчета.
	Мы не выражаем мнения насчет целесообразности осуществления Сделки. Ответственность за данное решение несет заказчик единолично.
	Результаты нашей работы не являются рекомендациями по данному вопросу.
Процесс финансового и	Работа проводилась в Москве с 23 октября 2019 по 06 ноября 2019 гг. У нас был доступ к высшему руководству Объекта. Наша работа
налогового исследования	основывается на беседах с Руководством Объекта, анализе финансовой информации за 20ХХ-20ХХ года и прочих документах,
	предоставленных нам и аналитических процедурах, которые мы применили к предоставленной информации.
Доступ к информации	Информация была получена из системы бухгалтерского учета 1С (доступной в режиме просмотра), договоров и прочих данных,
	предоставленных Руководством.
Существенные ограничения в области	Наша работа не затрагивала также следующие существенные аспекты:
исследования	■ Инвентаризация запасов и объектов основных средств;
	■ Анализ рынка, на котором работает Объект;
	- Анализ макросреды;
	■ Анализ информационных систем и внутренних контролей;

Ключевые условия соглашения о намерениях и их выполнение

Показатель	Формулировка соглашения о намерениях	Фактический показатель	Эффект на стоимость сделки
Выручка	Выручка группы за 6 месяцев 2019 года составляет не менее 1 млрд руб.	Скорректированная выручка группы составила 970 млн руб.	Стоимость сделки должна быть пересмотрена на 30 млн руб.
Чистый долг	Сумма чистого долга на момент заключения сделки равна 4 300 млн руб.	Чистый долг Группы на 30.06.2019 без учета внутригрупповой задолженности равен 4 321 млн руб.	Стоимость сделки должна быть пересмотрена на 21 млн руб.
Доли участия	Отсутствие долей участия в сторонних организациях, за исключением трех упомянутых компаний.	Доли отсутствуют	Нет
Прочие обязательства	Отсутствие прочих обязательств перед третьими сторонами, которые могут нести в себе потенциальные финансовые риски	Группа находится в процессе согласования условий программ ДМС с ведущими компаниями, что повлечет образование новых расходов на персонал начиная с конца 2019-начала 2020 года	Стоимость сделки должна быть пересмотрена исходя из дисконтированной стоимости скорректированных с учетом поступившей информации о будущих денежных потоках.

Ключевые финансовые риски

Вопрос	Наблюдение											Рекомендации			
Уровень выручки	Риск инвестора: ■ Компания проводила нетипичные и разовые операции, а также операции со связанными сторонами за период с 2017 года по настоящее время. Эти операции проводились не на рыночных условиях или в целях, не согласующихся с бизнесмоделью бизнеса. Детальная информация представлена в таблице. АгроХолдинг - Расчет корректировки к выручке											 Обратить внимание операции, осуществляемые выявленными связань сторонами. 			
	***		2017			2018			6м 2019				Скорректировать уровень		
		Di insuina	V	Цена за	D. m.m.	V	Цена за	D. m	V	Цена за			выручки на предложенные		
	<u>e;</u>	Выручка млн руб.	Кол-во тыс. тонн.	тонну тыс. руб.		Кол-во тыс. тонн.	тонну тыс. руб.		Кол-во тыс. тонн.		-		значения. Таким образом		
	Добринский сахарный завод ООО	1 013	428	2,37	1 206	386	3,13	mani pyo.	bio. monn.	Bio. pyo.					
	Лебедянский сахарный завод АО	706	308	2,29	843	279	3,02						выручка группы состави		
	Выручка от Добринского по ценам Лебедянского	979	428	2,29	1 165	386	3,02						970 млн руб. за 6м 2019 года (вместо 1 млрд		
	Корректировка на завышение цен	(34)			(41)							указанного в соглашении о			
	Промпоставка ООО	-			90										
	ИП Кузнецов К.К.	-			13 67			23					намерениях).		
	Прочие Корректировка на нетипичные				01			23					Рассмотреть возможност		
	операции	_			(171)			(23)							
	Корректировка на ВГО	(161)			(209)			(65)					уменьшения стоимост		
	Итого корректировки	(195)			(420)			(88)					сделки на 30 млн руб.		
	Источник: составлено автором по данным 1С									2					
Чистый долг и оборотный капитал									Обратить внимание н уровень долга группы возможности ег реструктуризации Рассмотреть возможност увеличения стоимост сделки на 184 млн руб (сумма, направленная н досрочное погашени задолженности группы).						

Ключевые налоговые риски (1/2)

Вопрос	Наблюдение	Рекомендации
Выплата заработной платы в размере менее размера средней оплаты труда	Риск инвестора: Средний уровень заработной платы в Группе существенно отличается от рыночного уровня. Налоговый орган может сделать вывод, что Компания применяет «зарплатные схемы» при выплате заработной платы сотрудникам (выдача наличных денег сотрудникам в качестве «серой» заработной платы). Доказательствами выплаты неофициальной заработной платы могут являться следующие обстоятельства: Уровень заработной платы ниже рыночных значений. Отраженный размер заработной платы не соответствует заявленной в объявлениях о вакансиях (данное обстоятельство не выявлено нами в отношении Компании); Имеются неофициальные ведомости (данное обстоятельство не выявлено нами в отношении Компании); Показания сотрудников во время налоговой проверки и др. (выездная проверка в проверяемом периоде не проводилась). При наличии признаков выплат неофициальной («серой») заработной платы, налоговые органы могут успешно доначислить соответствующие суммы неуплаченного НДФЛ, а также страховых взносов. Более того, отражение в отчетности сумм НДФЛ и страховых взносов ниже среднего уровня налоговой нагрузки по отрасли, являются критериями отбора компаний для проведения выездной налоговой проверки.	 Проанализировать размер средней заработной платы по должностям на предмет соответствия рыночному уровню. Подготовить и, в случае запроса налоговых органов, предоставить детальное обоснование уровня заработной платы. Предусмотреть покупку бизнеса в несколько этапов с целью отсрочки части платежа для целей получения гарантий
	 Риск сотрудников компании: Выплата неформальных доходов может повлечь риски также для сотрудников. При периодическом поступлении денежных средств неустановленного происхождения на банковский счет физического лица, банк может уведомить налоговый орган о наличии подобных поступлений. Налоговый орган может квалифицировать сумму доходов, неучтенных у организации, как безвозмездное получение денежных средств и начислить соответствующую сумму НДФЛ. 	 Предусмотреть покупку бизнеса в несколько этапов с целью отсрочки части платежа для целей получения гарантий

Ключевые налоговые риски (2/2)

Вопрос	Наблюдение	Рекомендации
Премии сотрудникам	 В течение рассматриваемого периода сотрудникам Компании выплачивались премии. Возможность выплаты премии закреплена в трудовом договоре. Вместе с тем Компания не имеет документов, содержащих расчет размера премий (например, расчет достижения показателей эффективности — КРІ). Премия выплачивается исходя из финансовых результатов проекта в котором сотрудник принимает участие и неформализованной оценки эффективности работы сотрудника со стороны учредителей / руководителей. Налоговые органы могут успешно оспорить вычет премий, выплаченных сотрудникам, по причине отсутствия однозначной (документально подтвержденной) связи между результативностью работы сотрудников и фактом / размером премии. 	 С целью снижения налоговых рисков Компании необходимо разработать и регулярно оформлять следующие документы: (i) систему ключевых показателей эффективности, (ii) документы оценки эффективности, отражающие достижение показателей эффективности конкретными сотрудниками, (iii) расчеты сумм бонусов. Формы расчета и критерии оценки эффективности необходимо закрепить в локальном нормативном акте, регулирующем оплату труда (положении о премировании).
Представительские расходы	 В течении рассматриваемого периода компания не отражала представительские расходы. Вместе с тем имели место случаи, когда сотрудники компании направлялись в командировки для целей проведения переговоров. При этом, расходы, непосредственно связанные с ведением переговоров, включались в состав командировочных расходов. Согласно сложившейся практике расходы, прямо связанные с ведением переговоров, подлежат включению в представительские расходы. Представительские расходы включаются в состав расходов для целей налога на прибыль в размере, не превышающем 4% от расходов на оплату труда. Налоговые органы могут оспорить учет суммы представительских расходов, превышающую установленный лимит. 	■ Мы рекомендуем учитывать расходы, прямо связанные с организацией и ведением переговоров, в составе представительских расходов (если такие расходы будут иметь место в будущем).

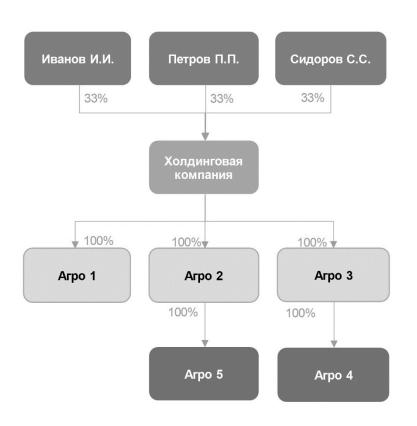
Прочие риски проекта

Вопрос	Наблюдение	Рекомендации
Операции со связанными сторонами	 Риск инвестора: ■ Были выявлены новые связанные стороны ООО «Промпоставка» и ИП Кузнецов, которые не упоминались ранее. ■ Было установлено, что реализация продукции осуществляется через ООО «ТД АгроДуо», которая контролируется неформальным собственником Группы (Кузнецовым К.К.). Без анализа данных этой компании о конечных покупателях предынвестиционный анализ нельзя считать завершенным, поскольку существенная часть информации является недоступной для изучения. 	 Инвестору необходимо обратить внимание на операции с данными сторонами для потенциальной формулировки новых требований к проекту и поглощаемой группе (периметр поглощения может быть расширен). Включение ООО «ТД АгроДуо», в периметр проекта или запрос детальной информации об условиях сделок с конечными покупателями.
Введение программы ДМС	 Риск инвестора: ■ Сотрудники организации не обеспечиваются ДМС и не проходят обучение на курсах повышения квалификации за счет компании. В связи с этим представители интересов сотрудников готовят коллективный трудовой договор, в который будут включены эти социальные гарантии. ■ Предположительно, затраты на одного сотрудника составят не менее чем 20 тыс. руб. ежегодно, в таком случае обеспечение 1.9 тыс. сотрудников полисом ДМС обойдется компании в не менее чем в 38 млн руб. дополнительных затрат ежегодно, которые в настоящее время организация не несет. 	 Целью должны быть предоставлены скорректированные финансовые планы. Инвестору необходимо обсудить с прочими заинтересованными сторонами возможности пересмотра стоимости сделки, та как введение социальных программ существенно повлияет на будущие денежные потоки.

Соответствие критериям устойчивого развития

Вопрос	Наблюдение	Рекомендации
Финансовые критерии	 ✓ Выручка Цели росла за весь анализируемый период ✓ В капитальных вложениях можно заметить четкий восходящий тренд, что говорит о постоянном совершенствовании производственных мощностей. ✓ Чистый оборотный капитал достаточно стабилен и не показывает резких колебаний. х Низкая диверсификация выручки (зависимость от нескольких крупных клиентов) х Рефинансирование задолженности к погашению новыми займами х Высокая доля операций со связанными сторонами. 	 Необходимо снижать внешний долг Группы. Следует диверсифицировать продажи (по возможности) Необходимо минимизировать операции по оптимизации представления финансового положения группы (обратный выкуп, транзакции по нерыночным условиям).
Социальные критерии	 ✓ увеличение количества рабочих мест ✓ социальное равноправие ✓ создание и поддержка программ повышения квалификации и здравоохранения х увеличение реальной заработной платы не менее чем на 4.1% ежегодно х соответствие большей части рабочих мест критериям высокопроизводительных рабочих мест (ВПРМ) с заработной платой не мене 80 тыс. руб. 	 Необходимо индексировать заработную плату сотрудников для увеличения их реального благосостояния Необходимо создавать ВПРМ для увеличения эффективности производства (по возможности)
Экологические критерии	 ✓ сокращение уровней воздействия на окружающую среду ✓ соответствие нормам допустимого воздействия на окружающую среду ✓ модернизация производства, ориентированная на переход организации на безотходное или малоотходное производство ✓ ликвидация накопленных загрязнений, восстановление территорий ✓ внедрение экологического аудита и менеджмента, организации мониторинга динамики экологических показателей 	■ Так как основная деятельность организации напрямую связана с благоприятной экологической обстановкой, соблюдение критериев устойчивого развития должно являться первоочередной задачей Инвестора после завершения сделки. Рекомендуется продолжать текущую политику Группы.

Структура группы



Ключевые наблюдения

- Группа принадлежит трем собственникам, через холдинговую компанию
- Кроме этого, неформальным собственником является Кузнецов К.К., который активно принимает участие в управлении Группой, а также владеет торговой компанией ООО «ТД АгроДуо»
- Организация Агро 4 является держателем активов, которые сдаются в аренду другим компаниям группы, другая операционная деятельность в компании не ведется. Остальные компании занимаются выращиванием сельскохозяйственных культур и их реализацией.

Прочие требования заинтересованных сторон

Вопрос	Наблюдение	Рекомендации
Требования государственных органов	 Соблюдение нормативов по забору воды (Министерство природных ресурсов) Группа обязана соблюдать нормативы, установленные лицензией выданной Федеральным агентством по недропользованию. По предоставленной информации нарушения требований не происходило. Обеспечение водой близлежащих населенных пунктов (местные органы власти); Группа обеспечивает артезианской водой близлежащие поселения, так как существующие мощности позволяют осуществлять побочную деятельность. Поддержание уровня занятости региона (местные органы власти) Раскрытие информации о производственном процессе (Министерство внутренних дел); Результаты инвентаризации и расходу прекурсоров в производственном процессе должны на ежеквартальной основе отправляться в МВД. 	 Инвестору необходим мониторинг требований, которые предъявляют государственные органы. Большая часть требований выполняется в рамках существующего производственного процесса.
Требования покупателей	 В случае продления условий договора поставки № б.н. с ООО «Пример» примеряются следующие условия: Общее кол-во поставляемого товара – 70 тыс. тонн Период поставки – 15.09.2020-28.02.2021 Сумма аванса – 2 млрд руб. Проценты на аванс – 10% годовых 	 Инвестору необходимо убедится, что условия контрактов соответствуют его планам и ценовой политике.
Требования кредиторов	 Заемщик обязан поддерживать рентабельность продаж на уровне не менее 3% ежеквартально начиная с 30.06.2020 Заемщик обязан соблюдать соотношение Финансового долга / EBITDA не более 6 в 2020 году, не более 5 в 2021 году и не более 4 с 2022 года. 	 ■ Необходим дальнейший мониторинг выполнения требований кредиторов
Требования сотрудников	 Сотрудникам необходимы социальные гарантии (планируются в коллективном договоре): сохранение рабочих мест, программы повышения квалификации, программы мотивации, и т.д. Генеральному директору выплачивается 3х-кратный средний месячный заработок. 	 Инвестору необходимо ознакомиться с условиями коллективного трудового договора. Расторжение договора с ГД возможно после окончания его срока действия (май 2020 г.)

(2 694)

(1 662) (1 032)

(1842)

(1385)

(111)

(99)

(247)

47

(79)

АгроХолдинг - Чистый долг

Краткосрочная задолженность

Долгосрочная задолженность

Добринский сахарный завод ООО

Добринский сахарный завод ООО

Внутригрупповая задолженность

Денежные средства и эквиваленты

млн руб.

в т.ч.

в т.ч.

В Т.Ч.

Сбербанк ПАО

Сбербанк ПАО

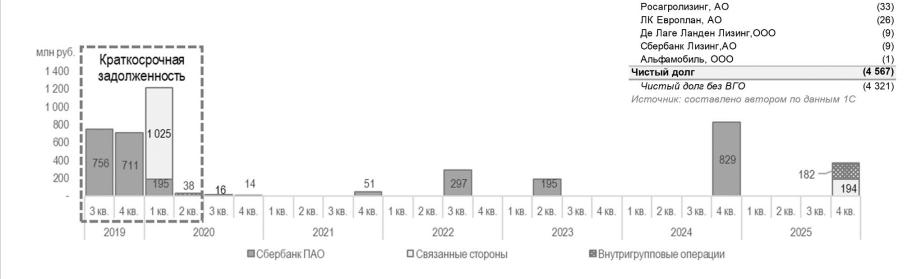
ТД АгроДуо ООО

Лизинговые обязательства

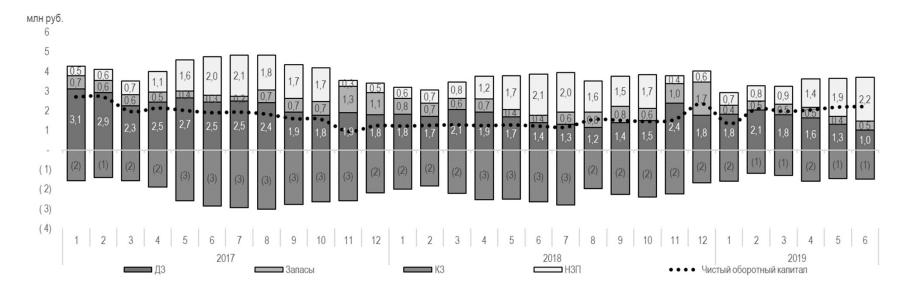
Анализ чистого долга

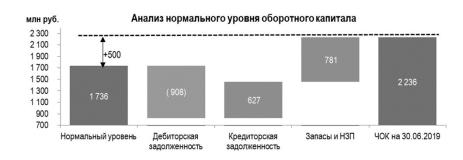
Ключевые наблюдения

- Основной долг группы состоит из краткосрочного банковского долга с ПАО Сбербанк и займов от связанных сторон.
- Внешний краткосрочный долг должен быть погашен преимущественно в 3 и 4 кв. 2020 года
- Основные погашения долга группы были осуществлены через привлечение новых краткосрочных займов.
- Лизинговые активы отражаются на балансе лизингодателя, будущие платежи составляют 79 млн руб.



Анализ чистого долга





Ключевые наблюдения

- Уровень чистого оборотного капитала на 30.06.2019 на 500 млн руб. ниже, чем нормальный уровень. Эти средства были использованы на погашение кредиторской задолженности.
- Снижение кредиторской задолженности ниже нормального уровня также объясняется сокращением средних сроков оборачиваемости примерно в 2 раза.

Ключевые наблюдения • Выручка группы должна быть скорректирована на нетипичные операции и на операции со связанными сторонами. Сумма корректировки составляет 88 млн руб. за 6м 2019

года.

Анализ выручки

		2017	- 14	2	2018	23	6м 2019		
	Выручка, млн руб.	Кол-во, тыс.тонн	Цена за тонну, тыс. руб.	Выручка, млн руб.		Цена за тонну, тыс. руб.	Выручка, млн руб.	Кол-во, тыс.тонн	Цена за тонну, тыс. руб.
Сахарная свекла	1 818	774	2,3	2 049	665	3,1	-	-	.=
Пшеница	588	84	7,0	798	98	8,2	381	34	11,2
Ячмень	358	51	7,0	727	75	9,7	58	6	9,9
Картофель	50	4 483	0,01	317	18 674	0,02	327	17 217	0,02
Услуги по хранению	133	700	0,2	120	440	0,3	52	79	0,7
Рожь	68	10	6,8	101	16	6,4	29	3	10,0
Реализация материалов и товаров	-		-	171	1 162	0,1	23	225	0,1
Прочие	359	427	_	393	514	_	189	64	7. 19 .
Итого	3 372	6 529	-	4 677	21 644	-	1 058	17 627	-

Источник: составлено автором по данным 1С

	35	2017			2018		6м 2019		
	Выручка	Кол-во	Цена за тонну	Выручка	Кол-во	Цена за тонну	Выручка	Кол-во	Цена за тонну
	млн руб.	тыс. тонн.	тыс. руб.	млн руб.	тыс. тонн.	тыс. руб.	млн руб.	тыс. тонн.	тыс. руб.
Добринский сахарный завод ООО	1 013	428	2,37	1 206	386	3,13			
Лебедянский сахарный завод АО	706	308	2,29	843	279	3,02			
Выручка от Добринского по ценам Лебедянского	979	428	2,29	1 165	386	3,02			
Корректировка на завышение цен	(34)			(41)					
Промпоставка ООО	-			90					
ИП Кузнецов К.К.	-			13					
Прочие				67			23		
Корректировка на нетипичные									
операции	-			(171)			(23)		
Корректировка на ВГО	(161)			(209)			(65)		
Итого корректировки	(195)			(420)			(88)		

Источник: составлено автором по данным 1С

Отчет по результатам предынвестиционного анализа

Источник: разработано автором. Рисунок Г.15 – Проект отчета (анализ выручки)