**СОДЕРЖАНИЕ**

[Введение 3](#_Toc512116854)

[Глава 1.    Теоретические основы процесса слияний и поглощений 6](#_Toc512116855)

[1.1. Изменение характера конкуренции ТНК в современных условиях и основные факторы обеспечения их конкурентоспособности 6](#_Toc512116856)

[1.2. Понятие и содержание слияний и поглощений 14](#_Toc512116857)

[1.3.  Виды слияний и их мотивы 17](#_Toc512116858)

[Глава 2. Анализ российской и зарубежной практики слияний и поглощений как инструмента достижения глобальной конкурентоспособности 24](#_Toc512116859)

[2.1.        Анализ современного процесса  трансграничных слияний и поглощений в России и за рубежом 24](#_Toc512116860)

[2.2.        Структурирование и механизмы осуществления сделок по слияниям и поглощениям 32](#_Toc512116861)

[Глава 3.    Оценка эффективности слияния на примере фармацевтических компаний 42](#_Toc512116862)

[3.1.        Обоснование выбора компании-цели для сделки слияния 42](#_Toc512116863)

[3.2.        Определение потенциального эффекта от слияния 45](#_Toc512116864)

[Заключение 59](#_Toc512116865)

[Библиографический список 61](#_Toc512116866)

[Приложение А 66](#_Toc512116867)

[Приложение Б 67](#_Toc512116870)

# Введение

Консолидация имущества, длящиеся процессы концентрации акционерного капитала, объединения компаний и реорганизации уже основанных бизнес-групп (холдингов), внутри- и межотраслевая экспансия стали ключевыми направлениями институционального развития корпоративного сектора в условиях глобализации экономики последних двух десятилетий. Несомненно, все это оказало влияние на управление крупными корпоративными транснациональными структурами.

Субъекты глобального рынка, приспосабливаясь к повышению уровня конкуренции, наибольшее значение придают процессам формирования специфических форм совместного функционирования в пределах экономической деятельности. Межфирменная интеграция в условиях глобального рынка получает особую важность, становясь основой генерации знаний и инновации в целях роста конкурентоспособности участников рынка. В связи с этим процесс слияний и поглощений уже несколько десятилетий находится в центре многих исследований в области управления.

Необходимость реализации сделок по слиянию и поглощению компаний в результате воздействия факторов на внешнем рынке, с одной стороны, и их низкая эффективность – с другой, обусловливают **актуальность данного исследования**.

**Целью** данной работы является исследование процессов слияний и поглощений как фактора повышения конкурентоспособности фармацевтических компаний в глобальной экономике.

Исходя из поставленной цели, в рамках данной работы предполагается решение следующих **задач**:

- рассмотрение изменений характера конкуренции ТНК в современных условиях и основные факторы обеспечения их конкурентоспособности;

- изучение понятия и содержания слияний и поглощений;

- выявление видов влияний;

- анализ современного процесса трансграничных слияний и поглощений в России и за рубежом;

- исследование структурирования и механизмов осуществления сделок по слияниям и поглощениям;

- оценка эффективности слияния на примере фармацевтических компаний.

**Объектом исследования** в работе являются процессы слияния и поглощения.

**Предметом исследования** в работе выступает использование стратегии слияний и поглощений для повышения конкурентоспособности фармацевтических компаний в глобальной экономике.

В данной работе были использованы следующие работы в области исследования процессов слияния и поглощения: Бакина А.В., Беляевой И. Ю., Зуевой И.С., Жданова А. Ю., Лучко М.Л. Орюпина Е.В., Смагиной В.И., Пуховой М. М., Терентьевой А., Фатхутдинова Р. А., Фроловой В.В., Чайниковой Л. Н., Эскиндарова М.А., Ягодкиной В.М. и др.

Теоретической и методологической основой магистерской работы стали труды ведущих отечественных и зарубежных специалистов, раскрывающие закономерность развития современных процессов трансграничных слияний и поглощений в России и за рубежом, структурирование и механизмы осуществления сделок по слияниям и поглощениям.

В работе использовались федеральные законы, нормативно-правовые акты Российской Федерации, касающиеся процессов реорганизации коммерческих компаний, материалы научных конференций и семинаров по изучаемой тематике, материалы периодических изданий, а данные публикуемой бухгалтерской отчетности транснациональных компаний, а также информация официальных сайтов по вопросам российской и зарубежной практики слияний и поглощений.

**Научная новизна данного исследования** состоит в комплексном отражении тенденций сделок слияния и поглощения фармацевтических компаний с приведением оценки эффективности данных сделок.

**Практическая значимость работы** состоит в оценке эффективности слияния на примере фармацевтических компаний.

При проведении исследования настоящей темы использовались методыанализа и синтеза, логический, сравнительный, системно-структурный, метод описания и изложения.

**Структура работы** представлена введением, тремя главами, заключением и библиографическим списком.

Первая глава посвящена раскрытию теоретических основ процесса слияний и поглощений. Вторая глава содержит анализ российской и зарубежной практики слияний и поглощений как инструмента достижения глобальной конкурентоспособности. Третья глава представлена оценкой эффективности слияния на примере фармацевтических компаний.

# Глава 1.    Теоретические основы процесса слияний и поглощений

## Изменение характера конкуренции ТНК в современных условиях и основные факторы обеспечения их конкурентоспособности

Транснациональное предпринимательство являет собой важную часть мировой экономики, в системе которой очень тесно переплелись сферы международного движения капиталов, рабочей силы, технологий, формируются максимально эффективные и располагающие глобальной конкурентоспособностью трансграничные цепочки поставок и производства, форма хозяйственного взаимодействия, более эффективная, чем традиционный рыночный механизм.

Транснационализация как современная черта развития глобального рынка понимается как обоснованный процесс реакции субъектов крупного предпринимательства на мультиукладность мировой экономики (присутствие в ее структуре значительно отличающихся системами хозяйствования, конъюнктурами рынков экономических систем). В ходе этого процесса, применяя достижение глобального тренда либерализации, эффективный инструмент локализации центра производства, скопления капитала и рабочей силы, транснациональная корпорация сформировала собственный производственно-распределительный конструкт, относительно автономный от государственного регулирования, который лимитирует воздействие дифференцированности мировой экономики, а, следовательно, более эффективный, чем традиционный рынок[[1]](#footnote-1).

Как правило, термин корпорация применяется к предприятиям, концернам и т.д., которые работают с участием акционерного капитала. Корпорация – утвержденное в англоязычных странах название акционерного общества. Но, по мнению Орюпина Е.В., корпорация – это не только многозначное понятие, это еще и экономический феномен[[2]](#footnote-2). В свою очередь В.В. Фролова считает, что корпорации, как интегрированные структуры, – есть локомотивы мировой экономики[[3]](#footnote-3).

В.М. Ягодкина, исследуя российское гражданское право и основываясь на собственных теоретических представлениях менеджмента крупных социально-экономических систем, считает, что транснациональные корпорации «… есть структурированные образования, которые в совокупности являют собой достаточно единую, самоорганизующуюся и динамично формирующуюся действующую совокупность образований экономики…»[[4]](#footnote-4). Стоит отметить, что среди исследователей нет единообразного осознания крупных международных хозяйственных объединений.

В американской литературе по международной экономике используются понятия «многонациональная фирма» (multinational firms – MNF) и «многонациональная корпорация» (multinational corporation – MNC), которые зачастую применяются как синонимы. Однако самый распространенный термин — это «транснациональная корпорация» (transnational corporation – TNC, далее ТНК), который будет применяться в настоящей работе.

Под понятием ТНК понимается предприятие (финансовое, промышленное объединение), которому принадлежит или которое контролирует комплекс производства или обслуживания и которое находится за пределами той страны, в которой эта корпорация базируется.

Согласно М.Л. Лучко транснациональная корпорация – это компания, которая представляет собой материнскую компанию и ее местные и зарубежные филиалы, причем зарубежные филиалы располагаются в двух и более отличных от базирования материнской компании странах.[[5]](#footnote-5) Также для филиалов ТНК должен соблюдаться принцип владения 10 и более процентами их акций или паев материнской компанией. Зарубежные филиалы транснациональных корпораций могут представлять собой отделения, дочерние и ассоциированные компании, над которыми материнская компания в той или иной степени осуществляет контроль.[[6]](#footnote-6)

ТНК имеет широкую сеть филиалов и отделений в различных странах и занимает ведущее положение в производстве и реализации того или иного товара. Нужно заметить, что понятие «транснациональная корпорация», «многонациональная компания» (multinational corporation, mul-tinational enterprise) как общеустановленный начал использоваться только с 1960 года[[7]](#footnote-7).

Как было сказано выше, в англоязычных странах понятие корпорация применяют к предприятиям, концернам и т.д., которые работают с участием акционерного капитала. Таким образом, с точки зрения менеджмента транснациональная корпорация – это комплекс, применяющий в рамках функционирования международных подход, который состоит в создании единого транснационального комплекса с единым центром управления.

По установлению Комиссии ООН по ТНК к транснациональной корпорации следует относить фирмы, которые оперируют в двух или более странах и которые распоряжаются зарубежным подразделениями из единого центра. Следует добавить, что ТНК – это часть олигополистического рынка. Все они в большей или меньшей степени располагают монопольной властью, хотя целиком и не свободны в своих хозяйственных решениях.

ТНК активно участвует в развитии и регулировании международного разделения труда; ей присуща сравнительная самостоятельность в распоряжении капиталом независимо от управленческих решений от головного предприятия.

Транснациональные корпорации не только влияют на экономическое, политическое и социальное состояние общества, но и выступают как ведущий фактор мирового развития, поэтому значение ТНК в слияниях и поглощениях весьма сложно переоценить. Обладая широкими финансовыми и организационными возможностями, ТНК является основным участником рынка слияний и поглощений, но стоит отметить, что ТНК прошли достаточно большой путь от простого объединения бизнесов до глубокой интеграции капитала.

1-я волна

1890-1904 гг.

2-я волна

1918-1929 гг.

3-я волна

1955-1969 гг.

4-я волна

1974-1989 гг.

Рисунок 1.1. – Международные волны следок слияний и поглощений[[8]](#footnote-8)

Источник: Составлено автором по: Саратовский А. Д. Международные волны следок слияний и поглощений, 2013.

1-я волна (1890 - 1904 гг.) - данный период можно охарактеризовать как период горизонтальных сделок слияний и поглощений. Горизонтальная сделка M&A представляет собой бизнес-консолидацию фирм, которые оперируют внутри одной индустрии и зачастую являются конкурентами. Ключевыми факторами, способствующими осуществлению множества сделок M&A в данный период, являются: борьба за эффективность, технологические изменения, отсутствие четкого правового регулирования в области антимонопольного законодательства и ряд других. В результате это привело к концентрации капитала в таких отраслях, как угольная, металлообрабатывающая, нефтяная промышленность, транспорт и др.

2-я волна (1918-1929 гг.) - активность заключения сделок слияний и поглощений была обусловлена прежде всего завершением Первой мировой войны и начавшимся экономическим ростом (в первую очередь в США). В этот период наблюдается дальнейшая консолидация внутри индустрий, которая была характерна первой волне, но при этом значительно возросло количество вертикальных сделок M&A.

Примером может служить компания Ford, которая интегрировала в себе различные направления бизнеса, начиная с производства автомобилей и возведения сталелитейных заводов и до строительства железных дорог и угольных шахт. По данным на июль 2014 г., компания занимает 26-е место среди крупнейших компаний мира в рейтинге Fortune Global 500 с выручкой в 146,92 млрд дол. США[[9]](#footnote-9).

3-я волна (1955-1969 гг.) - эра конгломератов. Конгломерат - это объединение двух или более компаний из абсолютно разных отраслей в одну группу, зачастую целью подобного решения является желание диверсифицировать бизнес. Данный период характеризуется высокими значениями мультипликатора Price-to-Earnings многих компаний и показателя «доход на акцию» (EPS - от англ. earnings per share). Компании с высоким значением P/E часто приобретали компании, у которых данный показатель был на существенно низких уровнях, увеличивали EPS объединенной компании, что, в свою очередь, уже вело к росту цены акции конгломерата. Для того чтобы поддерживать данный пирамидальный эффект, целевые компании должны иметь достаточные темпы роста прибыли, чтобы оставаться привлекательными для приобретения инвесторами по значительно большим рыночным мультипликаторам.

4-я волна (1974-1989 гг.) - этот период характеризуется распадом большинства конгломератов, ростом корпоративного рейдерства, распространением недружественных поглощений и ростом числа LBO (от англ. leverage buy out; рус. -финансируемый выкуп) как превалирующей стратегии рейдерского приобретения. Финансируемый выкуп, или LBO, подразумевает под собой такой вид деятельности, при котором компания выкупается за счет заемных средств[[10]](#footnote-10).

Главная задача, которую преследуют ТНК, используя процедуры слияния и поглощения, содержится в создании международной территориально распределенной производственной системы, функционирование которой характеризуется эффективностью и позволяет синергично максимизировать выгоды от консолидации активов и капитала и интеграции бизнесов.

В современных условиях глобализации экономической среды, главным фактором успешной финансовой деятельности ТНК является способность быстро и эффективно реагировать на изменения, происходящие во внутренней и внешней среде деятельности. В условиях постоянного развития технологий и необходимости ТНК приспосабливаться к новым рыночным условиям, оценка конкурентоспособности как инструмента финансовой стратегии представляется единственным способом прогнозирования будущих проблем и возможностей организации. Исходными данными для выбора стратегии служат как макроэкономические факторы, влияющие на финансовую деятельность ТНК, так и внутренние возможности, которые определяются циклом его развития, а также сильные и слабые стороны ТНК. Основной задачей, которая решается при разработке финансовой стратегии, является обеспеченность согласованности между целями ТНК и имеющимися ресурсами. Однако, прежде чем начать изменения, необходимо оценить его первоначальное состояние. Одним из главных приоритетов разработки финансовой стратегии управления повышением конкурентоспособности ТНК является идентификация ключевых факторов успеха.

В современных глобализационных условиях деятельности ТНК к факторам успеха, которые определяют ее конкурентоспособность, необходимо отнести также:

1. Факторы, связанные с маркетингом, среди которых: деловая репутация, рекламные кампании, доступное техническое обслуживание; послепродажный сервис; гарантийное обслуживание.

2. Информационные и инновационные факторы, а именно, первоклассные информационные системы; способность быстро реагировать на изменяющиеся рыночные условия; наличие «ноу-хау» в сфере управления производством и персоналом.

Следует отметить, что конкурентоспособность – понятие относительное: одна и та же ТНК в рамках отраслевой группы может быть признана конкурентоспособной, а на государственном уровне окажется неконкурентоспособной, а ее деятельность неэффективной. Также оценка конкурентоспособности может меняться в зависимости от состава экспертных групп, среди которых потребители, инвесторы или население в целом. Оценка уровня конкурентоспособности заключается в выборе базы сравнения показателей деятельности ТНК, т.е. в выборе ТНК-лидера в отрасли страны или за ее пределами. Конкурентное преимущество одной ТНК над другой может быть оценено в том случае, когда обе ТНК удовлетворяют идентичные потребности покупателей, относящиеся к родственным сегментам рынка. При этом ТНК находятся примерно в одних и тех же фазах жизненного цикла.

В случае если данные условия не соблюдаются, сравнение будет некорректным. Поэтому важным является выбор критерия оценки конкурентоспособности ТНК. Существует ряд методик оценки конкурентоспособности ТНК, однако среди многих подходов можно выделить два принципиальных – количественный и качественный. Количественные методы оценки конкурентоспособности, связанные с расчетом интегральных индексов, с помощью которых оценивают состояние ряда ключевых показателей, отражающих отдельные аспекты конкурентоспособности, с последующим объединением их в агрегированный показатель.

Чайникова Л. Н. и Чайников В. Н. предложили комплексный метод оценки конкурентоспособности ТНК, основанный на оценке следующих групповых показателей и критериев конкурентоспособности ТНК: эффективности производственной деятельности ТНК; финансового положения ТНК, эффективности организации сбыта и продвижения товара на рынке; конкурентоспособности товара; деловой активности ТНК[[11]](#footnote-11).

Фатхутдинов Р.А. предлагает оценивать конкурентоспособность организации по четырем основным группам показателей:

1) преимущества во внешней среде;

2) преимущества во внутренней среде;

3) преимущества в качестве и ресурсоемкости выпускаемых товаров;

4) преимущества рынков[[12]](#footnote-12).

Качественные методы определения конкурентоспособности основаны на экспертных оценках. Среди этих методов наиболее распространенным является SWOT-анализ, назначением которого является определение сильных и слабых сторон компании, возможностей и угроз, которые существуют в среде, в которой она функционирует. Также к этой группе методов относится группа матричных методов и методика оценки конкурентоспособности предприятия, основанная на концепции ценностной цепи М. Портера[[13]](#footnote-13).

Однако, на наш взгляд, в условиях глобализации рыночных отношений, большинство показателей конкурентоспособности ТНК сложно поддаются количественному выражению или же представлены в разных единицах измерения, поэтому необходима их качественная оценка, которая дает возможность наиболее точно выделить конкурентные позиции ТНК.

Следовательно, оценка конкурентоспособности ТНК в рамках глобальной экономической среды является сложным процессом, так как постоянно меняются технологии, разрабатываются новые управленческие решения и происходят изменения рыночной конъюнктуры. Поэтому одной из задач в рамках разработки финансовой стратегии ТНК на сегодняшний день является выбор и использование именно той методики оценки конкурентоспособности, которая бы наиболее точно давала представление о сильных и слабых сторонах предприятия и угрозах и перспективах его деятельности в условиях глобализации экономического пространства.

## Понятие и содержание слияний и поглощений

Общепринятым обозначением сделок слияния и поглощения в экономической литературе является M&A (от англ. «mergers» и «acquisitions», что можно перевести как «слияние, объединение, приобретение, поглощение»), так как английский прочно укрепился в качестве языка финансового мира[[14]](#footnote-14).

В зарубежной литературе и нормах российского законодательства отмечены определенные различия в определении процессов слияния компаний.

Общепринятый подход в зарубежной теории под процессом слияния компаний включает следующее определение: любое объединение субъектов хозяйствования, результатом которого выступает образование новой экономической единицы.

Российское законодательство в свою очередь процесс слияния трактует следующим образом: реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом.

Исходя из выше представленного определения можно выделить необходимое условия оформления сделки слияния коммерческих субъектов – образование нового юридического лица, а также полная потеря самостоятельного существования и юридической правоспособности субъектов слияния. Новая образованная компания контролирует и управляет имуществом субъектов слияния, а также отвечает перед обязательствами клиентов и контрагентов компаний – составных частей.

Гражданский кодекс РФ в ст.57 содержит перечень видов реорганизации юридических лиц, два из которых можно отнести к M&A[[15]](#footnote-15). Согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах», слияние – «это возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних»[[16]](#footnote-16).

Также зарубежная практика понимает под слиянием процесс объединения нескольких субъектов (компаний), в результате чего выживает только один субъект (компания), остальные при этом ликвидируются.

В российской практике такой процесс носит название «присоединение», который означает, что в момент присоединения деятельность одного или нескольких субъектов (организаций, предприятий) прекращается при этом осуществляется передача всех их прав и обязанностей компании, к которой они присоединяются.

Исходя из представленных понятий следует сделать вывод, что зарубежная практика не содержит четкого разграничения понятий «слияния» и «поглощения», в то время как положения российской теории содержат различные подходы к определению данных процессов.

Поглощение организаций можно определить как взятие одной организацией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее. Поглощение организации зачастую осуществляется путем скупки всех акций организации на бирже, означающей приобретение этой организации.

В основу данной работы положено все же более широкое понятие слияния и поглощения.

Merger – поглощение (путем приобретения ценных бумаг или основного капитала), слияние (организаций). Базируясь на этом определении, будем считать, что слияние и поглощение - это сделка, совершаемая двумя или более хозяйственными субъектами, осуществляемая путем приобретения /вложения одним субъектом уставного капитала (акций, долей, и т.п.) другого субъекта, при этом либо сохраняется юридическая самостоятельность приобретаемого субъекта, либо образуется новый хозяйствующий субъект[[17]](#footnote-17).

Успешное слияние и поглощение требует выполнения определенных условий:

* грамотный выбор организационной формы сделки;
* проверка сделки на противоречие антимонопольному законодательству;
* наличие у обеих организаций необходимых ресурсов для проведения сделки;
* между обеими организациями не должно быть никаких внутренних разногласий;
* процесс слияния не должен занимать слишком много времени, поэтому процесс слияния должен включать не только интеграцию высшего персонала.

Слияния и поглощения организаций имеют свои особенности в разных странах или регионах мира. Так, например, в отличие от США, где происходят, прежде всего, слияния или поглощения крупных организаций, в Европе идет поглощение мелких и средних организаций, семейных фирм, небольших акционерных обществ смежных отраслей.

В итоге основной задачей слияния и поглощения является создание таких корпоративно-правовых, экономических, организационных, управленческих и иных системных механизмов, которые бы позволили вести совместное или слитное функционирование интегрированных компаний, с целью более эффективного использования их имущества возможностей и раскрытия их потенциала.

## 1.3.  Виды слияний и их мотивы

В экономической литературе приведены различные признаки классификации слияний. В рамках данной работы предпримем попытку систематизировать признаки и выделяемые виды слияний (см. таблицу 1.1).

Таблица 1.1. – Виды слияний[[18]](#footnote-18)

|  |  |
| --- | --- |
| Виды | Виды |
| По отношению управленческого персонала компании к поглощению | - дружественные;  - враждебные  (недружественные, рейдерство). |
| По отраслевой / операционной направленности | - горизонтальные;  - вертикальные;  - конгломератные;  - концентрические. |
| По формам структурирования сделки | - обратные;  - форвардные;  - дочерние. |

Источник: Составлено автором по: Патрик А. Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний, 2017.

Общепризнанной классификацией является разделение сделок по отношению управленческого персонала компании - цели (приобретаемой компании) к поглощению. Дружественные сделки предполагают, что и покупатель, и продавец добровольно идет на заключение сделки. Они базируются на согласовании интересов сторон, которые полагают, что им лучше сотрудничать, чем противостоять друг другу, и что они смогут выработать конструктивное решение. Враждебное поглощение – это предложение купить акции публичной компании, которое отвергнуто советом директоров данной компании (компанию - цель в таких сделках принято называть компания - мишень).

Для недружественных поглощений используется также термин «рейдерство» (в российской практике этот термин носит криминальный оттенок, в отличие от США).

Большая часть поглощений в наше время носит дружественный характер, потому в дальнейшем будет идти речь только о таких сделках (основная цель рейдерства – агрессивный захват бизнеса – не будет рассматривается в рамках данной статьи).

По отраслевой / операционной направленности сделки M&A можно выделить горизонтальные, вертикальные, конгломератные и концентрические слияния.

Горизонтальное слияние – это слияние двух или более компаний, относящихся к одной отрасли промышленности и находящихся на одной и той же стадии производственного цикла, то есть это слияние двух конкурентов[[19]](#footnote-19). Примером такой сделки может быть приобретение в марте 2008 г. PepsiCo акций ОАО «Лебедянский» (бренды – «Я», «Тонус», «Фруктовый сад»), что позволило ей вернуть 1 - ое место на российском рынке безалкогольных напитков. Целью данного вида слияний, чаще всего, является доступ к новым рынкам и потребителям, а также расширение ассортимента (диверсификация), и в конечном итоге, увеличение доли рынка и рост объемов реализации, «эффект масштаба»[[20]](#footnote-20).

Вертикальное слияние – это слияние, при котором компания приобретает другую компанию, принадлежащую к той же отрасли промышленности, но находящуюся на иной стадии производственного цикла. Иными словами, это объединение компаний, имеющих взаимоотношения покупателя и продавца. В качестве примера можно привести покупку в 2005 – 2007 гг. агропромышленным холдингом «Мираторг» белгородских свинокомплексов у французской компании BelgoFrance. Конечной целью таких сделок является создание вертикально - интегрированных холдингов, что позволяет компаниям обеспечить себя ресурсной базой, минимизировать издержки, получить всю добавленную стоимость, осуществлять контроль над своей продукцией от момента получения сырья до реализации конечному потребителю.

Конгломератное слияние происходит, когда компании не являются конкурентами и не находятся в отношениях покупателя и продавца, сферы деятельности не связаны друг с другом. Наиболее известным конгломератом («кэйрэцу») является японская Mitsubishi, интересы которой распространяются на финансовую сферу, строительство, пищепром, торговлю, автопром, нефтепродукты, точное машиностроение, химпром, электронику, бумагу, металлургию и морские перевозки[[21]](#footnote-21). В самом общем смысле целью осуществления конгломератных слияний является максимизация выручки, диверсификация бизнеса. За счет объемов деятельности такие холдинги способны аккумулировать существенные собственные финансовые ресурсы, либо на выгодных условиях привлекать заемное финансирование, размещать ценные бумаги на биржах.

Концентрические слияния также известны как однородные или родственные слияния. Это объединение двух компаний из той же отрасли, которые ранее не имели никаких деловых отношений. Данные компании, как правило, не предлагают одинаковые продукты (то есть не являются конкурентами), но могут иметь одинаковых поставщиков или каналы сбыта, быть связаны между собой базовой технологией или производственным процессом[[22]](#footnote-22).

К примеру, компания ПАО «Силовые машины» объединила ряд крупнейших предприятий российского машиностроения – производителей турбин, генераторов, трансформаторов, электрических машин и вспомогательного оборудования для гидравлических, тепловых и атомных электростанций[[23]](#footnote-23).

Целью концентрических слияний может выступать консолидация родственных предприятий с созданием мощного единого бренда, экономия за счет доступа к технологиям сливающихся предприятий, объединение топ - менеджмента или обслуживающих основной бизнес функций, увеличение загрузки оборудования, более эффективная работа с поставщиками и покупателями и прочих синергетических эффектов.

По формам структурирования сделки можно выделить обратное слияние, форвардное слияние и дочернее слияния.

Обратным называется процесс слияния, при котором коммерческая организация может стать публичной путем слияния с публичной компанией, часто не активной или представляющей собой корпоративную оболочку. При этом прекращает свое существование непубличная компания, хотя и является покупателем в сделке. Обратное слияние используется для получения статуса публичной и выхода на фондовые рынки капитала. Это намного быстрее и дешевле, чем IPO. Данный вариант M&A популярен среди небольших китайских компаний, желающих выйти на американский рынок[[24]](#footnote-24).

Такой вид слияния, как форвардное, подразумевает поглощение покупателем приобретенного субъекта (компании), одновременно с тем, что акционеры поглощаемой компании обменивают свои ценные бумаги по предварительно утвержденной цене выкупа.

Иными словами, средством платежа за приобретение компании служат акции продавца. Такая схема структурирования сделки была использована французской продовольственной компанией Danone и крупным российским производителем молочной продукции Юнимилк при объединении молочных бизнесов в России в 2010 г.: тогда компания Danone получила контроль над 57,5 % объединенного бизнеса, Юнимилк – над 42,5 %. Данный механизм используется при слиянии равных компаний, которым выгоднее функционировать вместе, и при этом сложно определить справедливые стоимости акций обеих компаний, устраивающие все стороны сделки. Целью форвардных слияний является, в конечном счете, увеличение доли рынка и достижение синергетических эффектов[[25]](#footnote-25).

Под дочерним слиянием понимают сделку M&A, при которой покупатель создает дочернюю компанию, которая после этого сливается с приобретаемой компанией. К примеру, крупнейший золотодобывающий холдинг России Полюс Золото консолидировал золотодобывающие предприятия Иркутской области на балансе дочернего ООО ЛЗРК.

Такая схема обычно применяется, если необходимо сохранить приобретаемую компанию, как юридическое лицо, особенно если она обладает ценными лицензиями, разрешениями или другими привилегиями административного характера, не передающимися по правопреемству. К тому же данная схема позволяет:

- сэкономить время, так как не потребуется одобрение акционеров компаний;

- обеспечить раздельный учет: новый бизнес юридически отделен от материнской компании, обязательства не переходят материнской компании и т.д.;

- использовать «преимущества» компаний - нерезидентов, английское право, оптимизацию налогообложения, непрозрачность акционеров бизнеса и пр[[26]](#footnote-26).

Большинство авторов также выделяют сделки M&A с привлечением «финансового рычага». В зависимости от того, кто выкупает компанию у собственников, сделки с привлечением заемного финансирования можно разделить на LBO (leveraged buy - out) – когда покупателем выступает независимый инвестор, MBO (management buy - out) – компания выкупается менеджментом предприятия, и EBO (employee buy - out) – покупателем выступают работники компании[[27]](#footnote-27). Как правило, продавцы в таких сделках избавляются от непрофильных активов. Покупатели же считают, что компания–цель недооценена и потоков от бизнеса достаточно не только для погашения кредита и процентных платежей, но и для получения прибыли (в сделках MBO данное предположение часто покреплено точными знаниями). Либо менеджмент и сотрудники выкупают компанию, защищая ее от закрытия, а себя – от увольнения.

К примеру, в декабре 2011 г. гендиректор «Сибур - Русские шины» Вадим Гуринов и другие менеджеры выкупили акции компании у холдинга «Сибур» в рамках стратегии избавления последнего от непрофильных активов. Менеджмент был уверен в способности компании стать одним из самых эффективных российских производителей шин и знал, как реализовать этот потенциал[[28]](#footnote-28).

Конечно же, существуют и другие классификации и виды сделок M&A. Так Стэнли Фостер Рид и Александра Рид Лажу в своей книге «Искусство слияний и поглощений» выделяют еще один вид сделок, который напрямую не относится к сделкам M&A, однако после этой процедуры компания может выглядеть так, будто только что прошла через выкуп с привлечением заемных средств[[29]](#footnote-29). При рекапитализации публичная компания увеличивает заемные средства и уменьшает собственный капитал путем выкупа собственных акций на свободном рынке. Это маневр используется компаниями с большими денежными резервами от враждебных поглощений.

Таким образом, на основе анализа видов и специфики сделок M&A нам удалось выделить следующие возможные цели собственников при их осуществлении:

* увеличение размера бизнеса, его капитала;
* увеличение рыночной доли, экспансия на новые рынки сбыта,
* диверсификация бизнеса, повышение его устойчивости;
* доступ к технологиям, оборудованию и клиентской базе;
* получения доступа к более дешевым финансовым ресурсам;
* защита от недружественных поглощений, сохранение бизнеса;
* сокращение расходов, увеличение рентабельности и достижение прочих синергетических эффектов.

Таким образом, по результатам анализа теоретических подходов к понятию процессов слияний и поглощений можно выработать собственную трактовку: процесс объединения нескольких субъектов хозяйствования, с целью более эффективного использования их имущества, возможностей и раскрытия их потенциала. Успешное слияние и поглощение требует выполнения соблюдения ряда условий от субъектов слияния: проверка сделки на противоречие антимонопольному законодательству; наличие необходимых ресурсов у субъектов для реализации сделки; отсутствие каких-либо разногласий.

# Глава 2. Анализ российской и зарубежной практики слияний и поглощений как инструмента достижения глобальной конкурентоспособности

## 2.1.        Анализ современного процесса трансграничных слияний и поглощений в России и за рубежом

Согласно данным Bureau van Dijk (Moody’s Analytics), глобальный объем и количество сделок слияний и поглощений (M&A) в 2017 году снизились. Всего в 2017 году было заключено 96 082 сделок на общую сумму 4,741 трлн. долларов США. Это на 8% ниже количества сделок M&A осуществленных в 2016 году (104 559 сделки) и на 3% ниже, чем в 2016 году по объему сделок M&A (4,893 трлн. долларов США) (см. таблицу 2.1.).

Таблица 2.1. – Динамика активности мирового рынка M&A[[30]](#footnote-30)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Год | Количество сделок M&A | Объем сделок  M&A  (млн. долл. США) |
| 2012 | 85 325 | 3 329 556 |
| 2013 | 92 741 | 3 698 861 |
| 2014 | 102 746 | 4 811 910 |
| 2015 | 109 615 | 5 871 017 |
| 2016 | 104 559 | 4 892 779 |
| 2017 | 96 082 | 4 740 969 |

Источник: InVenture Investment Group, Обзор мирового рынка слияний и поглощени, 2017

Следует отметить, что снижение активности на рынке M&A началось с 2015 года. В то же время, некоторые регионы показали восстановление в 2017 году, среди них Западная Европа (рост на 6%, с 1,138 трлн. долларов США до 1,282 трлн. долларов США) и регион Восточной и Центральной Азии (с 1,250 трлн. долларов США в 2016 году до 1,275 трлн. долларов в 2017 году) (см. рисунок 2.1.).

Рисунок 2.1. – ТОП-5 стран по количеству сделок M&A в 2017 году[[31]](#footnote-31)

Источник: InVenture Investment Group, Обзор мирового рынка слияний и поглощени, 2017

2017 год стал очередным годом, когда США привлекли наибольшие объемы инвестиций, а также осуществили наибольшее количество сделок M&A. Американские компании закрыли 20 897 сделок M&A на общую сумму 1,455 трлн. долларов США. Ближайшим соперником США в 2017 году стал Китай, который занял второе место в рейтинге с показателем - 13 679 сделок M&A на сумму 720,8 млрд. долларов США. Великобритания заняла третью позицию с 5832 сделками M&A на общую сумму 285,4 млрд. долларов США.[[32]](#footnote-32)

Среди основных сделок M&A в США следует отметить поглощение компанией CVS Health компании Aetna за 77 млрд. долларов США. За этим последовало знаковое поглощение Walt Disney американской Twenty-First Century Fox Inc. на сумму 66,1 млрд. долларов США. Третья по величине сделка – это покупка британской British American Tobacco plc компании Reynolds American за 49,4 млрд. долларов США.[[33]](#footnote-33)

Объем и количество мировых сделок M&A в разрезе секторов за 2015-2017 гг. приведены в приложении А.

Машиностроение, производство оборудования, мебели и различные виды переработки занимают ведущее место по объему и стоимости сделок M&A в 2017 году Рынок машиностроения, производства оборудования, мебели и различные виды переработки оборудования занял первое место как по объему, так и по количеству сделок M&A. В целом этот сектор в 2017 году характеризовался 9959 сделками M&A на общую сумму 568,9 млрд. ​​долларов США.[[34]](#footnote-34)

Рост данного сектора в 2017 год обязан, прежде всего, сделке за 30 млрд. долларов США по поглощению Rockwell Collins компанией United Technologies. Кроме того, существенное влияние на результат оказало поглощение CR Bard компанией Becton Dickinson Company за 24 млрд. долларов США. За последний год Private Equity & Venture Capital побили 10-летний рекорд по объемам M&A. Несмотря на общее снижение количества и стоимости глобальных слияний и поглощений в 2017 году, более позитивная тенденция была зафиксирована со стороны фондов Private Equity & Venture Capital. Всего в 2017 году, этими участниками рынка было реализовано сделок M&A на сумму 752,8 млрд. долларов США против 588 млрд. долларов США в 2016 году.[[35]](#footnote-35)

По данным статистики бюллетеня «Рынок слияний и поглощений» Информационного агентства AK&M[[36]](#footnote-36), российский рынок M&A продолжает рост, и его темпы постепенно увеличиваются. Так, в 2017 году количество сделок M&A с участием российских компаний выросло на 2%, до 460 транзакций. Напомним, в 2016 году прирост составлял 1,1% (см. рисунок 2.2.).

При этом суммарная стоимость сделок в 2017 году оказалась лучшей за последние четыре года — $51,6 млрд., на 25,9% больше, чем годом ранее. Помог отвоевать позиции насыщенный крупными сделками декабрь.

Кроме того, немного выросло число мега-сделок (стоимостью более $1 млрд.) — до 7 транзакций с 6 в 2016 году. Самой масштабной сделкой 2017 года на российском рынке M&A стала покупка индийской Essar Oil консорциумом в составе «Роснефти», фонда UCP и сингапурского трейдера Trafigura. Эта сделка, стоимость которой составила $9,5 млрд., была также крупнейшей в топливно-энергетическом комплексе за последние 3,5 года.

Рисунок 2.2. -  Динамика сделок на российском рынке M&A по сумме, $ млрд.[[37]](#footnote-37)

Источник: Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений, 2017

Однако российские компании остаются довольно дешевыми. Совокупный удельный вес сделок стоимостью до $50 млн. на российском рынке M&A в 2017 году стал самым большим за последние восемь лет — 77,6%.Доля самого низкого ценового диапазона (до $10 млн.) за год возросла на 3,4 п. п., до 46,1%. При этом практически вдвое увеличилась также доля сделок от $500 млн. и выше. Компании среднего сегмента сократили M&А-активность пропорционально. [[38]](#footnote-38)

Лидером по объему сделок M&A среди отраслей в 2017 году стал топливно-энергетический комплекс. Число транзакций в отрасли в 2017 году выросло в 2,3 раза, до 23. Объем сделок составил $15,16 млрд. (29,4% совокупного объема рынка M&A), увеличившись в 20 раз по сравнению с 2016 годом. В основном такой результат обусловлен вышеупомянутой сделкой с Essar Oil.[[39]](#footnote-39)

Второе место в рейтинге отраслей заняли финансовые институты с 27 сделками на $8,56 млрд. (16,6% объема рынка). Крупнейшей сделкой в отрасли стала санация Центробанком банка ФК «Открытие» оценочно за $8 млрд.[[40]](#footnote-40)

Сфера услуг сохранила третье место и по объему, и по числу сделок, однако темпы роста в отрасли существенно увеличились. Объем сделок составил $6,56 млрд. — в 7 раз больше, чем в 2016 году, количество — 46 (рост на 18%). Доля рынка услуг в общем объеме M&A в 2017 году заняла 12,7%. Высокий результат M&A-активности в сфере услуг большей частью был обеспечен исторически крупнейшей сделкой в отрасли — покупкой инвестфондом Pamplona Capital Management компании Parexel, которая предоставляет услуги для фармацевтических, медицинских и биотехнологических компаний, за $5 млрд.[[41]](#footnote-41)

Торговля в 2017 году сохранила высокие темпы роста и заняла четвертое место в рейтинге отраслей, опустившись с третьего в 2016 году, однако сохранив долю рынка (10,9% объема). По итогам года число транзакций в отрасли увеличилось на 7,9%, до 68 сделок, а их суммарная стоимость выросла на 24,4%, до $5,6 млрд. Однако следует отметить, что такой высокий результат обусловлен заключением крупнейшей сделки M&A за всю историю российской торговли: покупки сети магазинов Holland & Barrett компанией L1 Retail, которая входит в инвестхолдинг LetterOne акционеров «Альфа-групп», за $2,3 млрд.[[42]](#footnote-42)

Строительство и девелопмент, которые в 2016 году лидировали в рейтинге, в 2017 году опустились на пятое место по объему сделок, хоть и сохранили первое по числу. В отрасли отмечено 88 транзакций на $3,77 млрд. (7,3% объема рынка). Крупнейшей из них стала консолидация контрольного пакета группы компаний ПИК за $625 млн. структурами президента и председателя правления группы Сергея Гордеева.[[43]](#footnote-43)

При этом нельзя сказать, что рост числа сделок (см. рисунок 2.3.) обусловлен только положительными факторами. В первую очередь на число слияний и поглощений на российском рынке повлияло катастрофическое количество банкротств компаний и санаций банков (в том числе из топ-10). По данным Единого федерального реестра сведений о банкротстве, количество банкротств российских компаний в 2017 году достигло 13577, увеличившись по сравнению с 2016 годом на 7,7%.[[44]](#footnote-44)

Рисунок 2.3. - Динамика сделок на российском рынке M&A по числу[[45]](#footnote-45)

Источник: Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений, 2017

Наиболее негативная динамика наблюдается в строительстве. Число обанкротившихся компаний в этом секторе больше года ежемесячно обновляет исторические максимумы.[[46]](#footnote-46)

При этом в банковском секторе, который мог бы оказать строительному поддержку за счет ипотечного кредитования, также много проблем. В 2018 году многие банки могут лишиться лицензии, а в ряде крупных банков уже началась санация из-за проблем с капиталом.

Другим фактором, тормозящим развитие рынка M&A, является сокращение потребительского спроса. Согласно информации Росстата, в 2017 году реальные располагаемые доходы населения упали на 1,7%.[[47]](#footnote-47) Это сдерживает развитие целого ряда отраслей, от пищевой промышленности до торговли и сферы услуг.

Средняя стоимость сделок в отраслях в 2017 году менялась разнонаправленно. ТЭК вернул себе позицию самой «дорогой» отрасли на российском рынке M&A, которую уже несколько лет уступал строительству и девелопменту. Также существенно подорожали сделки в сфере транспорта и связи. Зато компании в ранее «горячих» отраслях, таких как строительство и торговля, упали в цене из-за насыщения рынка и роста числа банкротств. А самой «дешевой» отраслью стали информационные технологии, где большинство сделок касались небольших проектов.

Невзирая на то, что цены на российские компании остаются низкими, средняя стоимость сделки постепенно растет. Так, в 2017 году средняя стоимость транзакции (за вычетом крупнейших — от $1 млрд.) составила $50,5 млн. — это на 6,9% выше, чем годом ранее ($47,2 млн.), хотя все равно ниже, чем средняя стоимость сделки в 2010-2015 годах.[[48]](#footnote-48)

В рублевом выражении тенденции несколько иные. По сравнению с 2016 годом рынок вырос на 12,8%, до 3 трлн. руб. Однако в значительной степени такой результат обусловлен укреплением курса рубля — в 2017 году он укрепился к доллару США на 5,1%. [[49]](#footnote-49)

Тем не менее, рубль все еще стоит почти вдвое меньше, чем в конце 2013 года. При этом стабильность курса помогла поддержать M&A-активность российских компаний за рубежом.

Трансграничная M&A-активность российских компаний (in-out) в 2017 году выросла до максимальных значений. Общее число таких сделок снизилось на 23%, до 30 транзакций с 39 годом ранее. Однако их суммарная стоимость возросла в 3,8 раза — до $19,6 млрд. с $5,1 млрд. Средняя стоимость трансграничной сделки российских инвесторов в 2016 году выросла в 5 раз, до $653 млн. со $132 млн. в 2016 году.[[50]](#footnote-50) Топ-10 сделок с участием российских компаний в 2017 году приведена в Приложении Б.

Отметим, что значительные сделки могут совершать лишь крупнейшие госкомпании. Результаты могли бы быть хуже, если бы не серия покупок уже упоминавшейся «Роснефти», которая в 2017 году приобрела активы в Индии и Германии. Также среди крупнейших игроков стоит назвать фонды Pamplona Capital Management и инвестхолдинг LetterOne, управляющие, в том числе, деньгами акционеров российской «Альфа-групп». Еще одним активным игроком стала также группа «Ренова». Крупные компании заинтересованы в приобретении зарубежных машиностроительных активов — в частности, в Западной Европе (Нидерланды, Франция, Норвегия).

Что касается сделок иностранных инвесторов с российскими активами (out-in), в 2017 году их объемы существенно снизились. Отчасти это связано с усилением антироссийских санкций, отчасти — с высокими рисками на российском рынке для иностранных инвесторов. Объем сделок out-in в 2017 году сократился в 3,8 раза по сравнению с 2016 годом и достиг $3,9 млрд.[[51]](#footnote-51) Число таких сделок также упало до 57 с 64 годом ранее. Крупнейшей из них стала продажа телекоммуникационным холдингом Veon 13 тыс. сотовых вышек в Пакистане за $940 млн.[[52]](#footnote-52)

При этом чуть более половины ($2,2 млрд. или 56,6% по суммарной стоимости и 47% — по количеству) приходится на активы, которые физически находятся вне России. Но темпы их распродаж снижаются, так как от большей части непрофильных или убыточных активов компании уже избавились ранее.

## 2.2.        Структурирование и механизмы осуществления сделок по слияниям и поглощениям

На данный момент такое направление развития рынка, как слияния и поглощения является наиболее подходящим методом увеличения прибыли, достижения показателей и эффективности компаний. Как показал анализ современных тенденций трансграничных слияний и поглощений в России и за рубежом, количество сделок слияния и поглощения компаний увеличивается, в том числе наблюдается тенденция увеличения трансграничных сделок.

Менеджмент организации сталкивается с многочисленными барьерами, которые необходимо преодолеть на пути к совершению сделки. В связи с тем, что компании не уделяют должного внимания разнице организационных, ментальных и культурных черт организаций, значительное количество сделок не достигают ожидаемого уровня добавленной стоимости или результаты эффективности оказываются значительно ниже тех, которые ожидались изначально. Для того чтобы сделки слияния и поглощения добивались успеха, компании должны оценивать и осознавать риски и проблемы, связанные с каждым этапом сделки.

Существуют несколько этапов в структуре сделки. Первично происходит контакт компаний, знакомство менеджмента, проводится процедура дью-дилидженс, по итогам которой обозначаются риски сторон. На следующем этапе происходит юридическое оформление объединенной компании и обозначается окончательная стоимость сделки. Заключительный этап-объединение организаций. Именно по результатам третьего этапа возникает максимальный риск не совершения сделки слияния и поглощения[[53]](#footnote-53).

Этап, предшествующий сделке, является одним из ключевых. Именно за счет полного анализа всех компонентов на этапе сделки, участники сводят к минимуму риск провала на этапе объединения.

Предварительный этап, в свою очередь, включает:

* выбор компании для слияния или поглощения;
* обоснование целесообразности;
* ценообразование;
* структурирование сделки;
* переговоры между менеджментом и акционерами[[54]](#footnote-54).

Все перечисленные выше компоненты входят в процедуру дью-дилидженса. Именно от ее качества зависит, насколько в последующем компания-покупатель сможет минимизировать свои расходы и риски.

Дью-дилидженс – это проверка компании, которая включает финансовую, налоговую и юридическую экспертизу. Это часть любой операционной деятельности, которая имеет цель сократить до минимума правовые, финансовые и другие риски при покупке бизнеса, реализации проектов[[55]](#footnote-55).

Чаще всего выделяют четыре разновидности процедуры дью-дилидженса: финансовый, юридический, экологический, налоговый.

Каждая сделка должна носить индивидуальный и структурированный подход, необходимо тщательно анализировать все существующие активы. Привлекательная цена приобретения может обернуться затратным риском. После совершения сделки покупатель может быть обременен налоговыми рисками в связи с неправильным оформлением активов приобретенной организации.

На современном этапе основным фактором проведения дью-дилидженс может служить процесс по реструктуризации бизнеса. В процедуре дью-дилидженс происходит внешний финансовый анализ для того, чтобы оценить хозяйственную привлекательность организации перед совершением сделки. Содержание финансового анализа должно быть следующим: углубленный анализ финансовых результатов, операционных показателей и проблем компании, анализ корпоративной культуры предприятия, оценка управляющей функции компании[[56]](#footnote-56).

Кроме этого, необходимо учесть национальные и культурные различия в процессе реструктуризации бизнеса. Они могут оказать значительное влияние при совершении покупки. Дью-дилидженс включает в себя изучение не только внутренних, но и внешних факторов. Необходимо проанализировать окружающую среду, в которой компания функционирует.

Процедура проверки компании зависит от ее масштаба, операционной активности и вида деятельности. Временной отрезок проведения процедуры дью-дилидженс может варьироваться от нескольких недель до одного года. Для комплексного анализа предприятия необходимо привлечение специалистов высокого уровня: аналитиков, юристов, оценщиков.

В последние несколько лет процедура дью-дилидженс набирает популярность и становится еще более необходимой в российском бизнесе.

Несмотря на распространение этой процедуры в России, передовой опыт находится в руках зарубежных компаний «большой четверки», таких как: EY, PwC, KPMG, Deloitl. По прогнозам специалистов, процедура дью-дилидженс в России станет еще более востребованной в течение ближайших пяти лет. Это во многом обусловлено тем, что российские предприятия выходят на международный рынок, происходит привлечение инвестиций на отечественный рынок.

Несмотря на растущую конкуренцию, сделки слияния и поглощения компаний по-прежнему являются качественным инструментом повышения доходности объединенной компании. По исследованию экспертов компании KPMG, около 43% всех сделок не приводят к созданию добавленной стоимости. Большая часть причин связана с недостаточным или некачественным финансовым анализом участников сделки.[[57]](#footnote-57) Это подтверждает необходимость внедрения процедуры дью-дилидженс - комплексного анализа на этапе структурирования сделки.

Реализация любого проекта, в том числе и в форме слияний и поглощений, требует от компании определенных финансовых средств. А учитывая, что сделки M&A представляют собой, как правило, долгосрочные инвестиционные проекты, затраты на них бывают сопоставимы со стоимостью инициирующей такие сделки компании. Поэтому организация финансирования является одной из наиболее значимых, обязательных и в то же время сложных задач реализации подобного рода проектов[[58]](#footnote-58).

В общем смысле под финансированием сделки M&A понимается обеспечение компании-покупателя необходимыми финансовыми ресурсами для приобретения целевой компании. Вопрос финансирования встает на самых ранних этапах планирования. Так, еще при определении обоснованности сделки M&A как способа дальнейшего развития компании определяется ее потенциальная способность осуществить подобную сделку. А уже позднее после завершения этапа due diligence (обязательной процедуры всесторонней оценки целевой компании) определяется коридор ее приемлемой цены, и становится возможным достаточно точно определить требуемый объем средств.

В общем смысле выделяют внутренние и внешние источники финансирования слияний и поглощений (см. рисунок 2.4.). Внутренние источники, как следует из их названия, формируются внутри компании в процессе ее жизнедеятельности и включают в себя чистую прибыль, амортизацию, кредиторскую задолженность, средства от реализации непрофильных активов, различного рода резервы и т.д. Внешними источниками выступают финансовые ресурсы, привлекаемые компанией извне. При этом такие ресурсы могут привлекаться на условиях возвратности, срочности, платности (долговые источники) или же путем эмиссии обыкновенных и привилегированных акций (долевые источники).

Рисунок 2.4. - Классификация источников финансирования сделок M&A[[59]](#footnote-59)

Источники финансирования сделок M&A

Внутренние

Внешние

Долговые

(заемные)

Собственные средства компании

Долевые (привлеченные)

Источник: Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании, 2016.

В зависимости от источников финансирования выделяют четыре основных метода финансирования сделок слияний и поглощений: самофинансирование, долевое, долговое и гибридное финансирование (см. таблицу 2.2.).

Таблица 2.2. - Характеристика основных методов финансирования[[60]](#footnote-60)

|  |  |
| --- | --- |
| Метод финансирования | Характеристика |
| Самофинансирование | финансирование проекта за счет собственных средств  компании (чистой прибыли, амортизационных отчислений, резервов и т.д.) |
| Долевое финансирование | метод финансирования, при котором инвесторы кроме права на получение дивидендов и иных платежей получают право контроля над компанией и право управления |
| Долговое финансирование | метод финансирования, при котором инвесторы получают право на часть денежного потока (в виде процентных и иных платежей), генерируемого компанией |
| Гибридное финансирование | метод финансирования, сочетающий в себе элементы как долгового, так и долевого финансирования |

Источник: Капранова Л.Д. Финансирование слияний и поглощений, 2012

Гибридное финансирование – метод финансирования, сочетающий в себе элементы как долгового, так и долевого финансирования. Одним из первых методов финансирования сделок слияний и поглощений, который рассматривает компания, является самофинансирование, т.е. использование для реализации проекта внутренних, накопленных в процессе хозяйственной деятельности, источников предприятия.

Выбор данного способа финансирования индивидуален для каждой компании. Безусловными и очевидными преимуществами его являются то, что он не требует каких-либо процентных выплат, не имеет временных сроков, не требует прозрачности бизнеса, а все риски в данном случае ложатся на саму компанию. Однако изымая денежные средства из операционных издержек компании, руководство ограничивает, таким образом, возможности ее натурального роста и расширения, теряет доходы от альтернативного использования данных ресурсов (например, проценты по депозитам), ограничивает ликвидную позицию компании.

В связи с этим многие специалисты сходятся во мнении, что использовать самофинансирование в сделках M&A следует крайне осторожно и лишь в ограниченном ряде случаев. Например, если такая сделка носит разовый характер, а компания-цель имеет стоимость существенно ниже компании, инициирующей сделку. Но в любом случае не стоит забывать, что понесенные затраты не должны ухудшать общего финансового положения компании.

В случае если у компании недостаточно собственных средств для финансирования сделки M&A или существует их более рациональное или выгодное применение, предприятие может выйти на рынок с целью привлечения дополнительного финансирования. Чаще всего для крупных публичных компаний речь идет о размещении акций на бирже.

Однако IPO (первичное размещение акций) доступно далеко не для каждой компании и не на любой стадии развития. Для выхода на рынок компания должна иметь хорошие финансово-экономические показатели, свидетельствующие о ее росте, привлекательный бизнес-план и обоснованную стратегию развития, составлять отчетность в соответствии со стандартами МСФО (IFRS). На практике этот метод доступен только крупным компаниям с высоким уровнем капитализации. Он является крайне сложным и дорогим в реализации, но позволяет привлечь большие суммы денежных средств на длительный срок.

Третьим наиболее широко применяемым и разнообразным по набору инструментов методом является финансирование сделок слияний и поглощений за счет заемных средств. Среди основных инструментов данного метода выделяют различные виды банковского кредитования (разовые кредиты, кредитные линии, синдицированные кредиты и др.), облигационные и вексельные займы, лизинг.

Банковское кредитование - наиболее традиционный заемный источник финансирования сделок слияний и поглощений. Несомненным преимуществом данного метода является разнообразие его инструментов. По сути, любой заемщик может подобрать наиболее подходящий для себя и соответствующий специфике сделки механизм финансирования. Недостатками банковского кредитования является наличие, как правило, значительного обеспечения (недвижимым имуществом, ценными бумагами, бизнесом), стоимость которого финансовые организации нередко занижают.

Другой известный заемный источник финансирования сделок слияний и поглощений - выпуск облигаций. Облигационный заем по сравнению с банковским кредитованием связан с большими затратами времени и средств. Однако выпуск облигаций позволяет привлечь денежные средства на более длительные сроки и в больших объемах. К тому же в этом случае может быть использован механизм секъюритизации долга, т.е. средства, полученные от эмиссии облигаций, пойдут на рефинансирование ранее полученных банковских кредитов, как, например, в случае с бридж-кредитованием, получившим в России довольно широкое распространение.

Следующий инструмент долгового финансирования, используемый в целях финансирования слияний и поглощений – выпуск векселей. Так компании могут выходить на вексельный рынок с заранее разработанной на длительный срок программой заимствования. При этом нередко вексельные публичные размещения используются для подготовки компании к выходу на облигационный рынок. Так, привлеченные средства от вексельного размещения в последующем заменяются привлеченными средствами уже от других инструментов, в том числе облигаций. Среди главных достоинств данного метода простота и скорость выпуска. Однако на данный момент ликвидный рынок корпоративных векселей, за исключением «голубых фишек», в России отсутствует[[61]](#footnote-61).

Следующим инструментом заемного финансирования является лизинг, а именно одна из форм финансового лизинга – возвратный лизинг, при котором собственник продает свое имущество лизинговой компании, а затем заключает с ней договор лизинга на это же самое имущество. Таким образом, он получает большую часть стоимости своего актива, при этом сохраняя возможность пользоваться им, внося периодические платежи лизинговой компании.

Таким образом, как показал анализ различных методов заемного финансирования, каждый инструмент имеет свои достоинства, недостатки и особенности применения. При этом заемные источники могут использоваться как для частичного финансирования сделок слияний и поглощений, так и в объеме, удовлетворяющем практически всю потребность в финансовых ресурсах для проведения сделки. В этом случае, как правило, речь идет о выкупе долговым финансированием, или LBO (leveraged buy-out).

Суть данных сделок заключается в том, что они производятся посредством заемного финансирования. Как правило, при LBO (рис. 2) компания-покупатель оплачивает 10-30% общей стоимости сделки, а остальная часть предоставляется финансовым институтом, сопровождающим сделку (банком, инвестиционной, страховой компаниями или образованными ими пулами). При этом обеспечением по сделке выступают активы целевой компании, а сами займы погашаются за счет доходов поглощенного актива. Такое смещение долговой нагрузки на компанию-цель отличает финансируемый выкуп от обычного кредитования. При этом покупатель пытается организовать работу компании так, чтобы максимально быстро погасить задолженность по привлеченному кредиту. Для этого менеджеры сокращают расходы фирмы и распродают нецелевые активы[[62]](#footnote-62).

И, наконец, последний метод - гибридное финансирование. Особое значение в этом смысле имеет один из подвидов данного метода - мезонинное финансирование, представляющее собой необеспеченное долговое финансирование, при котором кредитор также перенимает вторичные права собственности на активы компании[[63]](#footnote-63). Так с одной, стороны средства, полученные в результате мезонинного финансирования, безусловно, являются заемным капиталом, но в то же время они обладают чертами собственного. Кредиторы в случае с мезонинным финансированием, предоставляя денежные средства заемщику, как правило, взамен получают варранты, производные ценные бумаги, которые впоследствии могут быть конвертированы в акции целевой компании по определенной цене и в течение оговоренного периода времени.

Данный вид финансирования занимает промежуточное положение между долговым способом и привлечением прямых инвестиций в компанию. При этом благодаря данному методу преодолеваются определенные недостатки традиционного банковского кредитования (в частности доступ к значительным объемам средств в условиях недостаточного обеспечения) и акционирования, предполагающего большее размытие акционерного капитала компании и более высокую стоимость капитала в целом. Однако наряду с достоинствами данный способ финансирования обладает и рядом негативных особенностей, среди которых дороговизна данного метода, сложность оформления сделок в связи с индивидуальным структурированием каждой из них, а также жесткие требования к управленческой команде, прозрачности и отчетности заемщика

Таблица 2.3. - Сравнительная таблица основных методов финансирования сделок M&A[[64]](#footnote-64)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Самофинан­ | Долевое | Долговое | Гибридное |
|  | сирование |  |  |  |
| Доступ к «длинным» | + | + | - | - |
| деньгам |  |  |  |  |
| Простота | + | - | + | - |
| Скорость | + | - | + | - |
| Дороговизна | - | + | - | + |
| Публичность | - | + | - | + |
| Разнообразие | - | - | + | + |
| инструментов |  |  |  |  |

Источник: Ованесова Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России, 2015.

Таким образом, финансирование слияний и поглощений является сложным и многогранным процессом, требующим от менеджмента компании особого внимания и комплексного подхода. Современный мировой и отечественный рынок финансовых услуг предлагает огромное количество инструментов для осуществления финансирования сделок слияний и поглощений. При этом выбор конкретного способа финансирования зависит от целого ряда факторов (см. таблицу 2.3.), влияние которых в зависимости от ситуации может либо возрастать, либо, напротив, уменьшаться, а также от целей и задач, которые ставит перед собой компания.

# Глава 3.    Оценка эффективности слияния на примере фармацевтических компаний

## 3.1.        Обоснование выбора компании-цели для сделки слияния

Рост числа сделок по слиянию и поглощению отражает снижение уверенности производителей в традиционной модели фармацевтического бизнеса. Увеличение популярности M&A-стратегии в фармацевтической промышленности, в большой степени связано с тем, что имеющаяся инновационная база не является достаточной для поддержания промышленности существующего размера.

На сегодняшний день ситуация в сфере фармацевтической индустрии складывается таким образом, что укрупнение и экспансия бизнеса являются необходимыми условиями для выживания и развития в условиях жесткой конкуренции и роста расходов, направляемых на научные исследования и разработки, а также растущей угрозы со стороны препаратов-дженериков. В некоторых компаниях эти расходы могут превышать темпы роста объемов реализации.

Необходимость консолидаций в фармацевтической отрасли обусловлена необходимостью ускорения процесса разработки и выпуска на рынок инновационных препаратов, экономии средств за счет объединения исследовательских усилий. В целом, можно выделить четыре основных мотива, побуждающих фармацевтические и биотехнологические компании прибегнуть к стратегии M&A:

* доступ к госзаказам;
* географическая экспансия;
* истечение сроков действия патентной защиты/конкуренция со стороны дженериков;
* доступ к интеллектуальной собственности/заполнение портфеля препаратов[[65]](#footnote-65).

Ключевую роль в развитии фармацевтической промышленности играет деятельность по научным исследованиям и разработкам (Research&Development, далее R&D-деятельность) биотехнологических и фармацевтических компаний: разработка и выпуск на рынок инновационных лекарственных препаратов. Тенденция последних лет такова, что величина расходов на научные исследования и разработки неуклонно растет, в то время как продуктивность таких инвестиций снижается.

В попытке выйти из сложившегося положения и уменьшить расходы на R&D, компании принимают решение о слиянии или поглощении биофармацевтических и биотехнологических фирм, уже вложивших деньги в инновационные проекты, что позволяет компании заполучить интеллектуальную собственность, овладеть новыми технологиями или расширить портфель препаратов с минимальными издержками.

Другим немаловажным обоснованием для выбора фармацевтической организации для слияния является доступ к препаратам, входящим в государственные закупки. Правительство обычно является крупнейшим покупателем продуктов фармацевтической отрасли, что позволяет ему контролировать сферу здравоохранения. Так, в 1985 году правительство Великобритании ввело «черный список», включающий препараты, которые они не будут приобретать. До введения данного списка компания Roche входила в топ-10 компаний фармацевтической отрасли, однако после этого опустилась до сороковых мест, когда два ее основных продукта были включены в список. [[66]](#footnote-66)

Государственные закупки составляют значительную долю рынка спроса на товары, услуги и участие в этом процессе дает хорошую возможность компании значительно повысить свою прибыль. Огромная часть государственного бюджета тратится именно на закупки на государственном уровне. Таким образом, становится понятным стремление компаний прибегнуть к стратегии слияний и поглощений с целью расширения своего ассортимента за счет таких препаратов.

Еще одним важным обоснованием слияний и поглощений на фармацевтическом рынке является географическая экспансия. Стремление фармацевтических компаний расширить свое присутствие во всех регионах мира является ключевым элементом корпоративной стратегии. Цель такого подхода заключается в росте возможностей для сбыта и реализации лекарственных препаратов, а также увеличение клиентских баз компаний, образующихся при M&A. Такая стратегия обеспечивает компании собственный рост в глобальном масштабе и позволяет формировать научные альянсы.

Одной из серьезных проблем, с которой сталкиваются фармацевтические компании, является то, что сроки патентной защиты препаратов-оригиналов, позволяющие возмещать значительные расходы по разработке лекарственных препаратов в определенный момент истекают. Как уже упоминалось выше, производительность фармацевтических компаний постепенно снижается. Эта тенденция связана с удлинением периода от начала разработки лекарства и до его выхода на рынок, несмотря на повышение эффективности самого процесса разработки. Причиной этому служит ужесточение требований к проведению клинических исследований. Так, несмотря на новые источники лекарственных средств и новые технологии, стоимость разработки новых молекул и время, необходимое чтобы запустить препарат на рынок растут[[67]](#footnote-67). Уменьшение количества выводимых на рынок новых препаратов привело к тому, что большинство нынешних лидеров рынка получают половину прибыли от одного или двух оригинальных препаратов. Истечение патента любого из них может привести к резкому падению прибыли. После истечения срока действия патента на рынке появляются недорогие копии препарата – дженерики и, как следствие, продажи оригинального препарата резко сокращаются. В такой ситуации компания, выпускающая оригинальный препарат, решает приобрести потенциального производителя дженерика, что позволяет избежать существенного снижения прибыли и сохранить свою долю рынка.

Вышеприведенные мотивы обусловлены специфическими для фармацевтической отрасли задачами и проблемами, связанными с высокой долей нематериальных активов в структуре капитала компании, высокой рискованностью, дороговизной и длительным периодом окупаемости финансовых вложений.

## 3.2.        Определение потенциального эффекта от слияния

Как правило, для оценки эффективности сделок по слияниям и поглощениям используются традиционные перспективные и ретроспективные методы (см. таблицу 3.1.).

Таблица 3.1. - Традиционные методы оценки[[68]](#footnote-68)

|  |  |
| --- | --- |
| Перспективные методы | Ретроспективные методы |
| Сравнительный подход – оценка на базе компаний-аналогов | Бухгалтерский подход – сравнение финансовых показателей до и после сделки |
| Затратный подход – оценка с точки зрения имеющихся у компании активов | Рыночный подход – сравнение доходности акций до и после сделки |
| Доходный подход – прогнозирование  денежных потоков и приведение их к настоящему времени по ставке дисконтирования | Комбинированный подход – корреляция между изменениями финансовых показателей и доходности акций компании |

Источник: Карлик А. Е ., Кармазинова Я . Ф., Трачук А . В. Региональное регулирование деятельности предприятий субъектов естественных монополий, 1999.

Ретроспективные методы с использованием фактических данных применяются для оценки эффекта после интеграции. В рамках ретроспективной оценки существуют следующие подходы:

• бухгалтерский подход: сравниваются финансовые показатели до и после проведения сделки, которые рассчитываются по данным бухгалтерской отчетности;

• рыночный подход: изучается реакция фондового рынка на сделку, анализируется доходность акций компании до и после сделки, после чего можно сделать вывод о результативности;

• комбинированный подход: изучается корреляция между изменением финансовых показателей и изменением доходности акций компании.

Необходимо отметить, что в рамках ретроспективной оценки (после интеграции) также возможно использование методов перспективной оценки (доходный, сравнительный, затратный подходы), при замене в них прогнозных данных на фактические.

Перспективные методы применяются для расчета эффекта до слияния / поглощения с целью определить оптимальную цену объекта до его покупки. Так можно оценить целесообразность сделки.

В рамках перспективных методов выделяют доходный, сравнительный и затратный подходы.

Доходный подход. Составляется прогноз денежных потоков, их приводят к настоящему времени по ставке дисконтирования. В зависимости от горизонта планирования используются следующие методы:

• метод дисконтирования денежных потоков подходит при наличии четких временных рамок, применяется в большей степени для оценки проектов; денежные потоки детально рассчитываются на каждый год по ставке дисконтирования;

• метод капитализации подходит при отсутствии временных ограничений, применяется для оценки действующего бизнеса; средний денежный поток рассчитывается и капитализируется по ставке дисконтирования;

• комбинирование методов, самый распространенный способ оценки компаний в сделках M&A, применяется при расчетах денежных потоков в течение некоторого периода после интеграции компании, в дальнейшем рассчитывают на стабильное развитие компании; для определения синергического эффекта определяют разницу между стоимостью объединенной фирмы и совокупной стоимостью фирм до объединения.

Сравнительный подход. Оценка проводится с привлечением компаний-аналогов, которые сопоставимы по размеру, обслуживаемым рынкам, отрасли, финансовым результатам и т.д. Основными считаются метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевой специфики. Для всех методов, как правило, используется схожая технология расчета:

• сбор информации по схожим сделкам у компаний-аналогов и выбор сопоставимых аналогов;

• расчет отношения рыночной цены компании-аналога и выбранного финансового параметра, в качестве последнего используется чистая прибыль, прибыль до уплаты процентов и налогов, денежный поток, выручка, дивиденды и др.;

• определение стоимости компании-цели путем умножения аналогичного финансового параметра компании-цели на соответствующий показатель.

Синергетический эффект можно оценить с помощью показателей компании-аналога. Для этого разницу между показателями компании до и после сделки необходимо умножить на соответствующий показатель компании-цели.

Затратный подход. Оценочная стоимость собственного капитала определяется как разница скорректированной балансовой стоимости активов и текущих обязательств компании-цели. Синергетический эффект выразится в увеличении стоимости имущественного комплекса компании.

В литературе бытует мнение, что «некоторые из проанализированных случаев слияний и поглощений ошибочно считаются эффективными при использовании традиционных моделей». Эффективность процесса отражается в соотношении достигнутых результатов с использованными результатами. Существуют различные эконометрические методы оценки эффективности (см. рисунок 3.1.), исходя из близости значений показателей отдельно взятого объекта к потенциальной или фактической границе.

Рисунок 3.1. - Основные методы эконометрического подхода анализа эффективности[[69]](#footnote-69)

Метод стохастической границы

Параметрические методы

Метод без спецификации распределения

Эконометрические методы оценки эффективности

Метод густой границы

Метод охвата данных

Индекс производительности

Непараметрические методы

Метод свободного расположения оболочки

Источник: Мазорчук М. С., Добряк В. С., Емельянов П. С. Анализ практического применения метода «охвата данных» для оценки эффективности образовательного процесса, 2015.

Граница эффективности рассчитывается на основе производственной функции.

В рамках непараметрического подхода рассмотрим метод DEA. Он интересен тем, что нет четких ограничений к исходным данным, которые могут иметь различную природу.

Подход DEA основан на идеях Фаррелла, изложена модель измерения эффективности деятельности организации относительно имеющихся у нее производственных возможностей.

Данная модель была расширена А. Чарнсом (A. Charnes), В. Купером (W. W. Cooper) и Е. Родзом (E. Rhodes) в 1978 году и получила название CCR по первым буквам их фамилий. Чарнс впервые затронул эту тему, когда Чарнс, Купер и Родз разработали новую модель измерения эффективности для государственных программ. Позже появилось другое название – метод охвата свертки данных (Data Envelopment Analysis, DEA). Метод активно используется для анализа эффективности организаций различных типов в разных условиях, развивает стандартный подход к понятию эффективности в виде отношения отдачи к затратам.

Основная идея – оценка относительной эффективности функционирования объектов и построение границы эффективности, которая имеет форму выпуклой оболочки и используется в качестве эталона для оценки эффективности объектов в исследуемой совокупности.

Математически эффективность каждого объекта представляется как отношение взвешенной суммы «выходов» к взвешенной сумме «входов».

Общий вид модели DEA, ориентированной на вход:

maxQ =

где:

Q – эффективность объекта,

x,y – виртуальные входы и выходы для объекта соответственно;

u,v – v – входы, u – выходы;

s,m – количество выходов и входов соответственно[[70]](#footnote-70).

Если модель DEA ориентирована на выход, то значение эффективности объекта минимизируется.

Для получения оценки эффективности необходимо решить задачу дробного линейного программирования, то есть определить значения весовых коэффициентов для входов v и для выходов u, рассматривая u и v как переменные. Если имеется два объекта и более, необходимо рассматривать данную задачу как задачу оптимизации с ограничениями. Под ограничениями нужно понимать невозможность получить максимальную оценку дроби больше единицы. Отношение виртуальных результатов к виртуальным затратам не может быть больше100%. Необходимо найти такие весовые коэффициенты для рассматриваемого объекта, чтобы частное стремилось к максимальной оценке, но в то же время соотношение для остальных объектов не могло превысить 100%.

«Данная методика позволяет оценить сравнительную эффективность DMU (decision making unit), т.е. «блок принятия решений», аналогичные другим DMU». Все DMU с наилучшим показателем эффективности образуют границу эффективности». Он определяет подмножество эффективных лучших практик DMU и для остальных DMU, величина их неэффективности измеряется по сравнению с границей, построенной из эффективных DMU. DMU может быть любой набор объектов. Метод DEA сравнивает эффективность компаний, рассматривая то, как входные данные превращаются в выходные[[71]](#footnote-71).

«В отличие от регрессии, DEA может включать несколько входов и выходов, а также определить границы эффективности и расстояния неэффективных значения этой границы». На рисунке 3.2. изображены границы эффективности согласно CCR и BCC моделям. Следует отметить, что ключевое в CCR модели – это допущение о постоянстве отдачи от масштаба, это означает, что модель не допускает возможности ни возрастающей, ни убывающей отдачи от масштаба. Учитывая это ограничение модели, в 1984 году Р. Бенкер, А. Чарнс и В. Купер разработали ее модификацию – BCC модель. Граница производственных возможностей CCR является линейной функцией, в то время как граница производственных возможностей BCC имеет не только линейную часть, но и вогнутую, так как эта модель учитывает и возрастающую, и убывающую отдачу.

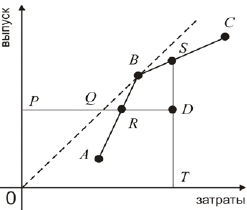


Рисунок 3.2. - Интерпретация эффективности в моделях CCR и BCC

Пунктирная линия – эффективная граница, построенная в соответствии с моделью CCR.

Граница модели BCC – ломаная, проходящая через точки, являющиеся эффективными в соответствии с моделью BCC.

Точка эффективна, так как через нее проходит эта ломаная. Эффективность по модели BCC рассчитывается как отношение PR / PD, которое будет превосходить значение эффективности CCR, определенное как PQ / PD.

Для применения моделей в оценке эффективности слияний и поглощений предлагаются следующие шаги:

- идентификация проблемы, например оценка эффективности с помощью экономических показателей;

- сбор данных: определение DMU, выбор входных и выходных параметров;

Для оценки эффективности сделок M&A могут быть использованы:

• ликвидность: общая ликвидность (GL) и текущая ликвидность (CL);

• долг: профиль долга (ДП), уровень финансового долга (LFD) и участие Третьего капитала (TPC);

• рентабельность: рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE) и прибыль на акцию (EPS);

• синергия: валовая маржа (GM), чистая маржа (NM) и общие и административные расходы в отношении доходов (GAR);

• моделирование с использованием специального программного обеспечения;

• модельное решение: анализ по всем переменным с использованием классических моделей DEA (BCC и CCR), а также с помощью многоцелевых методов DEA;

• проверка: подтверждение информации, полученной в ходе исследования с помощью специалистов в области экономической оценки путем сопоставления анализов с использованием различных методов[[72]](#footnote-72).

Таким образом, основными преимуществами метода DEA являются отсутствие ограничений на природу исходных данных и объективность результатов (не используется единый унифицированный набор весовых коэффициентов). В настоящее время DEA является эффективным инструментом для оценки производительности DMU.

Рассмотрим пример сделки и сравним результаты оценки эффективности сделок M&A с применением разных методов на примере фармацевтического рынка.

По оценкам международной аналитической компании «Evaluate Pharma», в 2016 году объем мирового фармацевтического рынка достиг 1125 млрд долларов США[[73]](#footnote-73). Положительная динамика мирового фармацевтического рынка обусловлена, главным образом, продолжающимся динамичным ростом крупнейшего рынка — рынка США. В 2015 году его объем увеличился на 6% и достиг 413 млрд долларов США. Основным фактором влияния на данный тренд стал небывалый рост цен на лекарственные средства — в среднем, в 2015 году, рост уровня цен составил 12,3 %[[74]](#footnote-74).

Проведя анализ сделок по слияниям и поглощениям компаний на мировом фармацевтическом рынке, авторами статьи были выделены наиболее крупные сделки (стоимостью более 5 млрд долларов США). В табл. 5 представлены данные по сделкам слияний и поглощений на мировом фармацевтическом рынке в период 2000–2016 гг.

Таблица 3.2. - Слияния и поглощения на фармрынке в 2000–2016 годах[[75]](#footnote-75)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Год | Компания-покупатель | Объект покупки | Стоимость сделки, млрд. дол |
| 2000 | Glaxo | Smith Kline | 74 |
| Pfizer | Warner-Lamberts | 88 |
| 2003 | Pfizer | Pharmacia | 61 |
| 2004 | Sanofi | Aventis | 66 |
| 2007 | Astra-Zeneca | Medimmune | 15,6 |
| Schering-Plough | Organon | 11 |
| MerckKgaA | Serono | 10,6 |
| 2008 | Novartis | Alcon | 10,4 |
| 2009 | Roche | Genentech | 46,8 |
| Pfizer | Wyeth | 68 |
| Merck&Cо | Schering-Plough | 41 |
| 2012 | Bristol-Myers Squibb  Astra-Zeneca | Amylin Pharmaceuticals | 7 |
| Gilead Sciences Inc | PharmassetInc | 11,2 |
| 2014 | Actavis | Allergan | 66 |
| 2015 | Teva | Allergan generics | 41 |
| 2016 | Shire | Baxalta | 32,03 |
| AbbVie | Stemcentrx | 9,80 |
| Mylan | Meda | 7,20 |
| Pfizer | AnacorPharmaceuticals | 5,20 |

Источник: Составлено авторами по материалам годового отчета компании «Evaluate Pharma». Обзор тенденций на глобальном и российском фармацевтическом рынке : годовой отчет компании «Evaluate Pharma» : world Preview 2016,

В 2015 году на мировом фармацевтическом рынке самой крупной сделкой явилось соглашение компаний «Teva» и «Allergan generics business» на общую сумму 41 млрд долларов США. Приобретение портфеля активов другой американской компании «Allergan» стало значимой сделкой для компании «Pfizer»[[76]](#footnote-76). На рисунке 3.3. представлена динамика крупнейших сделок по слияниям и поглощениям на мировом фармацевтическом рынке, начиная с 2000 года.

Рисунок 3.3. - Динамика крупнейших сделок M&A на мировом фармрынке в период 2000–2016 гг. (млрд дол.)

Источник: Составлено авторами по материалам годового отчета компании «Evaluate Pharma». Обзор тенденций на глобальном и российском фармацевтическом рынке : годовой отчет компании «Evaluate Pharma» : world Preview 2016,

На 2000, 2009 г. и на 2014–2015 года приходится максимальный объем сделок по слияниям и поглощениям (см. таблицу 3.2.), как раз на посткризисные периоды в мировой экономике, что видно из рисунка 3.3. Как и ожидалось ранее, в 2016 году продолжилась активность фармацевтических производителей и биотехнологических компаний в сделках по слияниям и поглощениям.

Наиболее крупной сделкой за 2016 год считается соглашение о приобретении компанией «Shire» компании «Baxalta» за более чем 32 млрд долларов США. Закрытие данной сделки состоялось в июне 2016 года. Ожидается, что объединенная компания станет крупнейшей в мире в сфере лечения пациентов с редкими заболеваниями[[77]](#footnote-77).

Второй, наиболее значимой M&A-сделкой 2016 года считается соглашение о приобретении «AbbVie» компании «Stemcentrx» за 9,8 млрд долларов США, о котором было объявлено в апреле 2016 года. По состоянию на 19 июля 2016 года данная сделка была закрыта[[78]](#footnote-78).

Соглашение позволило «AbbVie» заполучить в свой продуктовый портфель перспективного кандидата в препараты «Ровалпитузумабтезирина», предназначенного для терапии мелкоклеточного рака легкого.

Рисунок 3.4. - Сделки M&A на мировом фармрынке в 2011–2016 гг.[[79]](#footnote-79)

Источник: Обзор тенденций на глобальном и российском фармацевтическом рынке : годовой отчет компании «Evaluate Pharma», 2016.

В феврале 2016 года было объявлено о третьей крупнейшей сделке по итогам первого полугодия — компания «Mylan» объявила о намерении приобрести компанию «Meda» за 7,2 млрд долларов США. Данная сделка позволит «Mylan» выйти на новые для себя рынки с привлекательным и разнообразным продуктовым портфелем, включающим более 2000 оригинальных продуктов, дженериков и ОТС-препаратов. Стоит отметить, что в 2014 году компания «Mylan» уже пыталась приобрести «Meda», однако последняя отказалась от предложения, так как один из основных акционеров не согласился на сделку.

В мае 2016 года компания «Pfizer» заявила о приобретении компании «Anacor Pharmaceuticals» по цене 99,25 долларов США за одну акцию (общая стоимость сделки составила 5,2 млрд долларов США), а компания «Jazz Pharmaceuticals» сообщила о намерении приобрести своего конкурента – «Celator Pharmaceuticals» за 1,5 млрд долларов США (30,25 долларов США за одну акцию). Необходимо отметить, что средняя сумма сделок по слияниям и поглощениям в первом полугодии 2016 года снизилась по сравнению с аналогичным периодом 2015 года, что неудивительно, учитывая снижение активности фармацевтических компаний в M&A-сфере[[80]](#footnote-80).

В перспективе в российской фармацевтической промышленности ожидается увеличение числа сделок по слияниям и поглощениям с участием как зарубежных, так и ведущих отечественных фармацевтических компаний. Тенденции роста сделок M&A в отечественной фармацевтической промышленности отражают глобализационные процессы в мировой фармацевтической индустрии, они будут нарастать в связи с ужесточением глобальной конкуренции на мировом фармацевтическом рынке[[81]](#footnote-81).

Рассмотрим оценку эффективности слияния фармацевтических компаний Shire и Baxalta.

Компания Shire была создана в середине 80-х годов. В настоящее время корпорация выпускает широкую палитру разнообразных лекарственных препаратов, в том числе поливитамины и пищевые добавки. Также компания инвестирует крупные средства в разработку лекарств, против редких заболеваний, а также инвестирует в регенеративную медицину.

Американская компания Baxalta занимается выпуском лекарств от редких болезней. Стоит отметить, что компания Baxalta только летом 2015 года отделилась от Baxter International, которая остается ее крупнейшим акционером. А цель Shire – сосредоточиться на выпуске лекарств от редких заболеваний и к 2020 г. увеличить продажи до $10 млрд.

Рассмотрим применение метода DEA на примере сделки слияния Shire и Baxalta.

В данном исследовании каждый параметр DMU представляет собой компании Shire и Baxalta (мы принимаем каждую компанию в конкретный год за отдельную единицу) за 2014–2017 годы (до и после поглощения). Это необходимо, чтобы оценить, сколько было эффективных DMU до и после поглощения.

В качестве входных параметров выбраны активы и расходы, в качестве выходных – выручка от реализации и чистая прибыль. Считается, что для оценки оптимально брать четыре параметра. Большое количество входных и выходных данных может искажать результаты.

Таким образом, устанавливается связь между входными данными (ресурсами) и выходными (отдачей, потенциалом). Исходные данные брались из открытых источников, в частности из финансовой отчетности по МСФО. Исходные данные отражены в таблице 3.3.

Таблица 3.3. - Исходные данные для расчетов методом DEA, млрд долл.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| DMU | Входные значения | | Выходные значения | |
| Активы | Расходы | Выручка от реализации | Чистая прибыль |
| Baxalta 2014 | 2,98 | 0,44 | 0,73 | 0,18 |
| Shire 2014 | 7,89 | 0,62 | 1,09 | 0,21 |
| Baxalta 2015 | 2,87 | 0,46 | 0,69 | 0,17 |
| Shire 2015 | 8,01 | 0,73 | 1,24 | 0,23 |
| Baxalta 2016 | 3,01 | 0,43 | 0,70 | 0,20 |
| Shire 2016 | 10,91 | 0,97 | 1,82 | 0,85 |
| Shire 2017 | 11,99 | 1,03 | 2,14 | 1,14 |

Для анализа использовано программное обеспечение D. E. A. O.S – веб-приложение, которое позволяет оценивать данные с помощью моделей DEA.

Проведен анализ всех переменных с использованием классических моделей DEA. При анализе эффективности процессы считаются положительными или отрицательными для вовлеченных компаний. Данные были рассчитаны как отношение между значениями до и после поглощения (см. таблицу 3.2.).

Результаты эффективности компаний до и после поглощения, полученные при использовании специального программного обеспечения, рассчитывающего методом DEA, отражены в таблице 3.4.

Таблица 3.4. - Результаты оценки эффективности методом DEA

|  |  |
| --- | --- |
| DMU | Эффективность, % |
| DMU1 | 100,0 |
| DMU2 | 100,0 |
| DMU3 | 97,88 |
| DMU4 | 94,65 |
| DMU5 | 95,13 |
| DMU6 | 93,20 |

Согласно методу DEA, эффективной оказалась деятельность Baxalta в 2014–2015 годах и Shire в 2016 году.

Таким образом, используя метод DEA следует сделать вывод об эффективности сделки слияния фармацевтических компаний компании Shire и Baxalta. Стоит отметить, что данная сделка стала наиболее крупной по результатам 2016 года.

# Заключение

По результатам анализа теоретических подходов к понятию процессов слияний и поглощений можно выработать собственную трактовку: процесс объединения нескольких субъектов хозяйствования, с целью более эффективного использования их имущества, возможностей и раскрытия их экономического потенциала. Успешное слияние и поглощение требует выполнения соблюдения ряда условий от субъектов слияния: проверка сделки на противоречие антимонопольному законодательству; наличие необходимых ресурсов у субъектов для реализации сделки; отсутствие каких-либо разногласий.

Основной задачей слияния и поглощения является создание таких корпоративно-правовых, экономических, организационных, управленческих и иных системных механизмов, которые бы позволили вести совместное или слитное функционирование интегрированных компаний, с целью более эффективного использования их имущества возможностей и раскрытия их потенциала.

Успешное слияние и поглощение требует выполнения соблюдения ряда условий от субъектов слияния: проверка сделки на соответствие антимонопольному законодательству; наличие необходимых ресурсов у субъектов для реализации сделки; отсутствие каких-либо разногласий.

Финансирование слияний и поглощений является сложным и многогранным процессом, требующим от менеджмента компании особого внимания и комплексного подхода. Современный мировой и отечественный рынок финансовых услуг предлагает огромное количество инструментов для осуществления финансирования сделок слияний и поглощений. При этом выбор конкретного способа финансирования зависит от целого ряда факторов, влияние которых в зависимости от ситуации может либо возрастать, либо, напротив, уменьшаться, а также от целей и задач, которые ставит перед собой компания.

Рост числа сделок по слиянию и поглощению отражает снижение уверенности производителей в традиционной модели фармацевтического бизнеса. Увеличение популярности M&A-стратегии в фармацевтической промышленности, в большой степени связано с тем, что имеющаяся инновационная база не является достаточной для эффективного функционирования на мировых рынках.

Приобретение иностранными фармацевтическими компаниями отечественных фармпроизводств обусловлено законодательными инициативами по импортозамещению. Можно ожидать сделок M&A как в сегменте производства, так и в розничном сегменте. Однако, на российском фармацевтическом рынке очень мало серьезных объектов для поглощения с учетом того, что ценность для потенциальных покупателей представляют не заводы, а портфели. То есть на фармацевтическом рынке Российской Федерации, с одной стороны, имеется избыток производственных мощностей, а с другой — дефицит мощностей для проведения R&D.

В настоящее время ситуация в сфере фармацевтической индустрии складывается таким образом, что укрупнение и экспансия бизнеса являются необходимыми условиями для выживания и развития в условиях жесткой конкуренции и роста расходов, направляемых на научные исследования и разработки, а также растущей угрозы со стороны препаратов-дженериков. В некоторых компаниях эти расходы могут превышать темпы роста объемов реализации.

В рамках оценки эффективности сделок необходимо проводить комплексную оценку ее результативности, используя несколько методов и подходов оценки. Безусловно, у каждого метода имеются свои преимущества и недостатки: анализ бухгалтерской отчетности рассматривает состояние компании в конкретный момент, без учета динамики, в то время как рыночные показатели подвержены влиянию рынка.

**Библиографический список**

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 N 51 - ФЗ с изменениями и дополнениями. В редакции от 29.12.2017.
2. Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/>
3. Bloomberg L.P. — Swot Analysis.» Datamonitor Company Profiles. August 6, 2017.
4. InVenture Investment Group. Обзор мирового рынка слияний и поглощений (M&A) в 2017 году. - Режим доступа: <https://www.bvdinfo.com/ru-ru/our-products>
5. SV Consulting. Аналитика, 2011-2017. – Режим доступа: <https://sv-consulting.com.ru/analytics>
6. Агроинвестор. Слияния и поглощения. Чего ждать в 2018 году?. – Режим доступа: <http://www.agroinvestor.ru/opinion/article/29316-sliyaniya-i-pogloshcheniya-chego-zhdat-v-2018-godu/>
7. Бакин А.В. ТНК в мировой экономике: тенденции падений и перспективы взлетов // Консультант директора. – 2012. – №1. – С. 63
8. Балашов А. И. Моделирование стоимости фармацевтической компании в процессах слияния и поглощения на рынке / А. И. Балашов, Р. Р. Ишкулова // Менеджмент в России и за рубежом. — 2015. — № 1. — С. 97–104.
9. Болдырева Е. В. Процессы слияния и поглощения на фармацевтическом рынке: состояние, оценка / Е. В. Болдырева, Е. Е. Чупандина, А. А. Бобина // Пути и формы совершенствования фармацевтического образования, Воронеж : Изд-во Воронеж. гос. ун-та, 2013. — Ч. 2. — С. 70–74.
10. Воронцова Н. А. Сущность и специфические особенности фармацевтического рынка [Электронный ресурс] / Н. А. Воронцова // Baikal research journal. — 2016. — Т. 7, № 3. — DOI : 10.17150/2411-6262.2016.7(3).16. — Режим доступа: http://brj-bguep.ru/reader/article.aspx?id=20773.
11. Ганс Рюш Ганс. Большой медицинский обман, 2013. – Режим доступа: http://go-veg.ru/Books/Gans\_Ryush\_-\_Bolshoy\_meditsinskiy\_obman.pdf
12. Гвардин С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. СПб. : Питер, 2015. - 194 с.
13. Глобальные инновационные стратегии ТНК – локомотив современной мировой экономики: Монография / Е. В. Вакуленко, А. Г. Мищенко/ Институт мировой экономики и международных отношений НАН Украины, 2014. – 179 с.
14. Глумсков В. Мировой фармацевтический рынок: состояние и тенденции // Эксперт Казахстан. – 2017. – №. 20. – С. 122.
15. Годовой отчет «Evaluate Pharmа» за 2016 год. - Режим доступа: http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS-364/images/WP16.pdf
16. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. Пер. с англ. – 3 - е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2013. – 741 с.
17. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимпик-Бизнес, 2016. - 258с.
18. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депамфилис. — М. : Олимп-Бизнес, 2007. — 960 с.
19. Евстратов А. В. Слияния и поглощения компаний на фармацевтическом рынке: мировой опыт и российская специфика : монография / А. В. Евстратов, А. М. Измайлов. — Волгоград : Изд-во ВолгГТУ, 2016. — 156 с.
20. Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е. «Экономический анализ слияний поглощений». М.: Кнорус, 2013. - 84 с.
21. Зуева И.С. Мотивы слияний и поглощений в системе реструктуризации компаний // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). – 2015. – № 35. – С. 121.
22. Измайлов А. М. Методический подход к анализу конкурентоспособности фармацевтического промышленного предприятия / А. М. Измайлов // Бизнес в законе. — 2015. — № 3. — С. 232–236.
23. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. – Режим доступа: http://mergers.akm.ru
24. Информационное агентство Bloomberg. Крупнейшие сделки, 2017. – Режим доступа: <https://www.bloomberg.com>
25. Капранова Л.Д. Финансирование слияний и поглощений // Аудит и финансовый анализ. - 2012. - №1. - С. 242 – 249.
26. Карачев И. А. Развитие российского фармацевтического рынка на современном этапе / И. А. Карачев // Вестник Самарского государственного экономического университета. — 2016. — № 8 (142). — С. 71–77.
27. Карлик А . Е ., Кармазинова Я . Ф., Трачук А . В. Региональное регулирование деятельности предприятий субъектов естественных монополий. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1999. - 50 с.
28. Колмаков В. В., Коокуева В. В., Чапкина Е . Г. и др. Теория и практика управления финансовой деятельностью / Под ред. А. Г. Поляковой; МЭСИ. М.: Ист Консалтинг, 2015. - 196 с.
29. Косякова И. В. Интернационализация мировой экономики и реализация концепции устойчивого развития / И. В. Косякова // Проблемы экономики. — 2007. — № 1. — С. 146–152.
30. КПМГ. Рынок слияний и поглощений в России в 2017 году, апрель 2018 года. – Режим доступа: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-ru-russian-2017-ma-overview.pdf>
31. Кунев С. В. Проблемы и пути развития российской фармацевтической отрасли в условиях внешнеэкономических ограничений / С. В. Кунев, Л. В. Кунева // Современные проблемы науки и образования. — 2014. — № 6. — С. 363.
32. Линдер Н. В. Стратегии диверсифицированного роста и определение оптимальных границ крупных промышленных бизнес-групп // Эффективное Антикризисное Управление, 2014. - №1. - С. 90–99.
33. Лучко М.Л. Иностранные инвестиции в мировой экономике – М.: МАКС Пресс, 2009. – С.41
34. Лучко М.Л. Роль транснациональных корпораций в мировой экономике в начале XXI века // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – №6. – С. 411
35. Лысенко Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений. Аудит и финансовый анализ. СПб.: Версаль, 2017. - 15 с.
36. Мазорчук М . С., Добряк В. С., Емельянов П. С. Анализ практического применения метода «охвата данных» для оценки эффективности образовательного процесса // Открытые информационные и компьютерные интегрированные технологии., 2015. - № 69. - С. 234–246.
37. Маркова Е.Г. Особенности и перспективы развития сделок финансируемого выкупа на российском рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2016. - №12 (294). - С. 58 – 62.
38. Ованесова Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России // Управленческий учет и финансы. - 2015. - №4 (44). -С. 282 – 294.
39. Орехов С.А. Формы и методы финансирования инвестиционных проектов // Статистика и экономика. - 2012. - №2. - С. 70 – 76.
40. Орюпин Е.В. Сущность корпорации // Вестник Волжского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2013. – №2. – С. 83
41. Официальный сайт ООО «Мицубиси Корпорейшн (РУС)». Код доступа: https: // www.mitsubishicorp.com
42. Официальный сайт ПАО «Силовые машины». Код доступа: http: // www.power - m.ru/ company
43. Патрик А. Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — 744 с.
44. Платонова Е.А. Тенденции развития мирового фармацевтического рынка : дис. – Изд. центр БГУ, 2015. – 322 с.
45. Портер М. Конкурентное преимущество: как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость [Текст] / М. Портер.– М.: Экономическая наука, 2005. – 167с.
46. Распопов Д. Т. Слияния и поглощения на мировом фармацевтическом рынке / Д. Т. Распопов // Международная экономика. — 2014. — № 8. — С. 69–74.
47. РБК: «Danone и "Юнимилк" создают объединенную молочную компанию». 18.06.2010. Код доступа: https: // www.rbc.ru / society / 18 / 06 / 2010 / 5703db339a79470ab5021dcd
48. Рид С.Ф., Лажу А.Р. «Искусство слияний и поглощений». М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. - 335 с.
49. Садовская Т. Г. Оценка стоимости бизнеса и синергетических эффектов при создании и реорганизации корпораций в современных условиях глобализации / Т. Г. Садовская // Аудит и финансовый анализ. — 2011. — № 6. — С. 226–240.
50. Сапгир Н.В., Алешина-Козырева И.А. «Дью дилидженс в России: как снизить цену сделки», СПб.: Окно, 2015. – 258 с.
51. Саратовский А. Д. Международные волны следок слияний и поглощений // Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова, Москва. – 2013. – №8. – С.66
52. Смагина В.И. Понятие и сущность ТНК // Вестник Тамбовского университета. – 2013. – №8. – С.66
53. Степанова Е.О. Структурирование сделок мезонинного финансирования // Управленческие науки в современном мире. - 2016. - №1. -С. 170-183.
54. Терентьева А., статья ««Сибур» продал шины» // Ведомости. 11.01.2012. URL: https: // www.vedomosti.ru / business / articles / 2012 / 01 / 11 / shiny \_ dlya \_ svoih
55. Трачук А . В. Акционерное общество «Гознак»: пути развития // Деньги и кредит, 2017. - № 1. - С. 61–64.
56. Трачук А . В. Методы стимулирования инвестиций в инфраструктурные проекты (на примере электроэнергетики) // Проблемы современной экономики, 2014. - № 4. - С. 350–353.
57. Трачук А . В. Реформирование естественных монополий: цели, результаты и направления развития. М.: Экономика, 2014. - 319 с.
58. Трачук А . В., Линдер Н . В. Методика многофакторной оценки инновационной активности холдингов в промышленности // Научные труды Вольного экономического общества России., 2016. - Т. 198. - С. 298–308.
59. Трачук А . В., Линдер Н . В. Влияние ограничений ликвидности на вложения промышленных компаний в исследования и разработки и результативность инновационной деятельности // Эффективное Антикризисное Управление. №1., 2016. - С. 80–89.
60. Трачук А . В., Линдер Н . В. Инновации и производительность российских промышленных компаний // Инновации, 2017. - № 4 (222). - С. 53–65.
61. Третьякова Е. А. Состояние и перспективы инновационного развития российской фармацевтической промышленности / Е. А. Третьякова, Е. В. Шилова // Управление экономическими системами. — 2012. — № 4 (40). — С. 72.
62. Фатхутдинов, Р. А. Управление конкурентоспособностью организации [Текст] / Р. А. Фатхутдинов // Практикум – 2014. – М.: Маркет ДС. – 17 с.
63. Финансовый учет. Объем сделок слияний и поглощений достиг рекордного уровня в 1 квартале 2018 года. – Режим доступа: <http://fin-accounting.ru/financial-news/2018/mergers-acquisitions-hit-1-quarter.html>
64. Фостер Рид С., Рид Лажу А. Искусство слияний и поглощений. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2012. – 958 с.
65. Фролова В.В. Экономическая сущность корпорации и их роль в мировой экономике // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева. – 2014. – №20. – С. 120.
66. Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — 334 с.
67. Чайникова Л. Н. Конкурентоспособность предприятия [Текст]: учеб. пособие/ Л. Н. Чайникова, В. Н. Чайников. – Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та,2012. – 192 с.
68. Шохина Е., статья «Лебединая песня Pepsi» // Expert Online. 2008. URL: http: // expert.ru / 2008 / 03 / 20 / pepsi /
69. Эванс Ф., Бишоп Д.. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. Пер. с англ. – 3 - е изд. – М.: Альпина Паблишерз, 2013. – 332 с.
70. Эскиндаров М.А., Беляева И. Ю. ,Жданов А. Ю., Пухова М. М. Теория слияний и поглощений. — М.: КноРус, 2017. — 232 с.
71. Ягодкина В.М. Институты и институализация мировой экономики: генезис, эволюция, перспективы. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2011. – С. 8.

**Приложение А**

# Объем и количество мировых сделок M&A в разрезе секторов

# за 2015-2017 гг.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Сектор** | **2015** | | **2016** | | **2017** | |
| **Количество сделок** | **Объем сделок, млн. $** | **Количество сделок** | **Объем сделок, млн. $** | **Количество сделок** | **Объем сделок, млн. $** |
| Другие услуги | 40 515 | 1 515 036 | 37 558 | 1 433 317 | 35 300 | 1 290 726 |
| Машиностроение и производство оборудования, мебели м др. переработка | 13 159 | 730 117 | 11 796 | 707 022 | 9 959 | 568 957 |
| Оптовая и розничная торговля | 7 010 | 300 933 | 6 368 | 231 482 | 6 040 | 231 288 |
| Химическая промышленость, пластик | 6 288 | 621 827 | 5 897 | 511 520 | 5 076 | 388 990 |
| Печатная индустрия | 6 257 | 150 649 | 5 788 | 138 054 | 5 055 | 140 251 |
| Металлургия | 5 553 | 150 822 | 5 673 | 150 341 | 4 862 | 116 171 |
| Строительство | 4 373 | 328 801 | 3 732 | 193 701 | 3 506 | 251 044 |
| Первичный сектор | 3 356 | 327 971 | 3 280 | 274 998 | 2 683 | 297 952 |
| Пищевая промышленность и табак | 2 767 | 173 035 | 2 335 | 246 318 | 2 132 | 179 914 |
| Банки | 1 936 | 359 272 | 2 279 | 212 691 | 2 023 | 311 973 |
| Транспорт | 2 295 | 255 149 | 2 158 | 166 538 | 1 878 | 195 997 |
| Образование, здравоохранение | 1 795 | 70 310 | 1 716 | 42 502 | 1 811 | 55 171 |
| Газ, электричество, вода | 2 143 | 227 167 | 1 914 | 250 557 | 1 799 | 249 738 |
| Страховой бизнес | 1 553 | 177 888 | 1 387 | 78 151 | 1 264 | 172 370 |
| Отели и рестораны | 1 521 | 56 595 | 1 448 | 69 630 | 1 210 | 55 100 |
| Телекоммуникации и почта | 1 479 | 338 187 | 1 196 | 114 755 | 1 132 | 146 553 |
| Текстильная промышленность | 1 162 | 33 941 | 970 | 26 012 | 886 | 43 884 |
| Деревообработка и бумага | 736 | 41 298 | 612 | 19 832 | 529 | 25 366 |
| Государственное управление и оборона | 68 | 7 145 | 91 | 1 064 | 66 | 1 548 |

Источник: InVenture Investment Group, Обзор мирового рынка слияний и поглощени, 2017

# Приложение Б

# Топ-10 сделок с участием российских компаний в 2017 году

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | Отрасль | Объект сделки | Продавцы | Покупатели | Пакет | Стоим., $ млн. | Дата |
| 1 | ТЭК | Essar Oil Limited (Индия) | Essar Group | ПАО НК «Роснефть», фонд United Capital Partners (UCP), Trafigura Pte Ltd | 73,7 % | 9506,6 | Авг. 17 |
| 2 | Финансы | ПАО Банк «ФК Открытие» | АО «Открытие холдинг» | Банк России | 99,99 % | 7920,1 | Дек.17 |
| 3 | Услуги | Parexel Internetional Corporation (США) | Частные инвесторы | Pamplona Capital Management LLP | 100% | 5000,0 | Июн.17 |
| 4 | Торговля | Holland & Barret Retail Limited (Великобритания) | The Carlyle Group | L1 Retail (LetterOne Investment Holdings) | 100% | 2299,2 | Июн.17 |
| 5 | ТЭК | Доли в НПЗ Bayernoil Raffineriegeselllschaft GmbH, MineralLoeraffinerice Oberrhein GmbH, PCK Raffnerie GmbH (Германия) | BP Plc | ПАО «НК Роснефть» | 12,5 %  12% и 18,7 %  Соотв. | 1522,0 | Янв.17 |
| 6 | Страх. | Группа «Росгосстрах» | Дмитрий Хачатуров, Сергей Хачатуров, группа ВТБ, миноритарии | ПАО Банк «ФК Открытие» | Мажор. | 1447,2 | Дек.17 |
| 7 | Торговля | ТЦ «Пятое авеню», «Гудзон», и три ТРЦ «Золотой Вавилон» | Immofinanz Group | Fort Group | Имущ. Комплекс | 1080,6 | Дек.17 |
| 8 | Связь | Deodar (Пакистан) | VEON ltd | Tanzanite Tower (Private) limited (Малайзия, Пакистан) | 100% | 940,0 | Авг.17 |
| 9 | ТЭК | АО «НК» «Конданефть» | Независимая нефтегазовая компания (ННК) | ПАО «НК Роснефть» | 100% | 702,0 | Апр.17 |
| 10 | Трансп. | АО «Международный аэропорт Шереметьево» | Росимущество (83,04%), Аэрофлот (8,9%), ВЭБ (4,2), ВТБ (3,7) | ООО «Шереметьево Холдинг» (контролирующий акционер-TPS Avia Group) – 66 % Росимущество – 30,43 % | 66% | 650,0 | Июн. 17 |

Источник: InVenture Investment Group. Обзор мирового рынка слияний и поглощений (M&A) , 2017.

1. Глобальные инновационные стратегии ТНК – локомотив современной мировой экономики: Монография / Е. В. Вакуленко, А. Г. Мищенко/ Институт мировой экономики и международных отношений НАН Украины, 2014. – С. 55-56. [↑](#footnote-ref-1)
2. Орюпин Е.В. Сущность корпорации // Вестник Волжского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2013. – №2. – С. 83 [↑](#footnote-ref-2)
3. Фролова В.В. Экономическая сущность корпорации и их роль в мировой экономике // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева. – 2014. – №20. – С. 120. [↑](#footnote-ref-3)
4. Ягодкина В.М. Институты и институализация мировой экономики: генезис, эволюция, перспективы. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2011. – С. 8. [↑](#footnote-ref-4)
5. Лучко М.Л. Роль транснациональных корпораций в мировой экономике в начале XXI века // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – №6. – С. 411 [↑](#footnote-ref-5)
6. Лучко М.Л. Иностранные инвестиции в мировой экономике – М.: МАКС Пресс, 2009. – С.41 [↑](#footnote-ref-6)
7. Бакин А.В. ТНК в мировой экономике: тенденции падений и перспективы взлетов // Консультант директора. – 2012. – №1. – С. 63. [↑](#footnote-ref-7)
8. Саратовский А. Д. Международные волны следок слияний и поглощений // Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова, Москва. – 2013. – №8. – С.66 [↑](#footnote-ref-8)
9. Саратовский А. Д. Международные волны следок слияний и поглощений // Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова, Москва. – 2013. – №8. – С.66 [↑](#footnote-ref-9)
10. Саратовский А. Д. Международные волны следок слияний и поглощений // Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова, Москва. – 2013. – №8. – С.66 [↑](#footnote-ref-10)
11. Чайникова Л. Н. Конкурентоспособность предприятия [Текст]: учеб. пособие/ Л. Н. Чайникова, В. Н. Чайников. – Тамбов: Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та,2012. – С. 88-89. [↑](#footnote-ref-11)
12. Фатхутдинов, Р. А. Управление конкурентоспособностью организации [Текст] / Р. А. Фатхутдинов // Практикум – 2014. – М.: Маркет ДС. – С. 6. [↑](#footnote-ref-12)
13. Портер М. Конкурентное преимущество: как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость [Текст] / М. Портер.– М.: Экономическая наука, 2005. – С. 23. [↑](#footnote-ref-13)
14. Эскиндаров М.А., Беляева И. Ю. Жданов А. Ю., Пухова М. М. Теория слияний и поглощений. — М.: КноРус, 2017. — С. 54. [↑](#footnote-ref-14)
15. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 N 51 - ФЗ с изменениями и дополнениями. В редакции от 29.12.2017. [↑](#footnote-ref-15)
16. Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 N 208-ФЗ. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons\_doc\_LAW\_8743/ [↑](#footnote-ref-16)
17. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. Пер. с англ. – 3 - е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2013. – С. 76. [↑](#footnote-ref-17)
18. Патрик А. Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — 744 с. [↑](#footnote-ref-18)
19. Фостер Рид С., Рид Лажу А. Искусство слияний и поглощений. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2012. – С. 22-23. [↑](#footnote-ref-19)
20. Шохина Е., статья «Лебединая песня Pepsi» // Expert Online. 2008. URL: http: // expert.ru / 2008 / 03 / 20 / pepsi / [↑](#footnote-ref-20)
21. Официальный сайт ООО «Мицубиси Корпорейшн (РУС)». Код доступа: https: // www.mitsubishicorp.com [↑](#footnote-ref-21)
22. Эванс Ф., Бишоп Д.. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях. Пер. с англ. – 3 - е изд. – М.: Альпина Паблишерз, 2013. – 332 с. [↑](#footnote-ref-22)
23. Официальный сайт ПАО «Силовые машины». Код доступа: http: // www.power - m.ru/ company [↑](#footnote-ref-23)
24. Патрик А. Гохан. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — С. 63.- 64. [↑](#footnote-ref-24)
25. РБК: «Danone и "Юнимилк" создают объединенную молочную компанию». 18.06.2010. Код доступа: https: // www.rbc.ru / society / 18 / 06 / 2010 / 5703db339a79470ab5021dcd [↑](#footnote-ref-25)
26. Зуева И.С. Мотивы слияний и поглощений в системе реструктуризации компаний // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). – 2015. – № 35. – С. 121. [↑](#footnote-ref-26)
27. Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — С. 82. [↑](#footnote-ref-27)
28. Терентьева А., статья ««Сибур» продал шины» // Ведомости. 11.01.2012. URL: https: // www.vedomosti.ru / business / articles / 2012 / 01 / 11 / shiny \_ dlya \_ svoih [↑](#footnote-ref-28)
29. Фостер Рид С., Рид Лажу А. Искусство слияний и поглощений. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2012. – С. 112. [↑](#footnote-ref-29)
30. InVenture Investment Group. Обзор мирового рынка слияний и поглощений (M&A) в 2017 году. - Режим доступа: https://www.bvdinfo.com/ru-ru/our-products [↑](#footnote-ref-30)
31. InVenture Investment Group. Обзор мирового рынка слияний и поглощений (M&A) в 2017 году. - Режим доступа: https://www.bvdinfo.com/ru-ru/our-products [↑](#footnote-ref-31)
32. КПМГ. Рынок слияний и поглощений в России в 2017 году, апрель 2018 года. – Режим доступа: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-ru-russian-2017-ma-overview.pdf [↑](#footnote-ref-32)
33. Тот же [↑](#footnote-ref-33)
34. SV Consulting. Аналитика, 2011-2017. – Режим доступа: https://sv-consulting.com.ru/analytics [↑](#footnote-ref-34)
35. КПМГ. Рынок слияний и поглощений в России в 2017 году, апрель 2018 года. – Режим доступа: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-ru-russian-2017-ma-overview.pdf [↑](#footnote-ref-35)
36. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. – Режим доступа: http://mergers.akm.ru [↑](#footnote-ref-36)
37. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. – Режим доступа: http://mergers.akm.ru [↑](#footnote-ref-37)
38. Информационное агентство Bloomberg. Крупнейшие сделки, 2017. – Режим доступа: https://www.bloomberg.com [↑](#footnote-ref-38)
39. SV Consulting. Аналитика, 2011-2017. – Режим доступа: https://sv-consulting.com.ru/analytics [↑](#footnote-ref-39)
40. Тот же [↑](#footnote-ref-40)
41. InVenture Investment Group. Обзор мирового рынка слияний и поглощений (M&A) в 2017 году. - Режим доступа: https://www.bvdinfo.com/ru-ru/our-products [↑](#footnote-ref-41)
42. SV Consulting. Аналитика, 2011-2017. – Режим доступа: https://sv-consulting.com.ru/analytics [↑](#footnote-ref-42)
43. Тот же [↑](#footnote-ref-43)
44. Агроинвестор. Слияния и поглощения. Чего ждать в 2018 году?. – Режим доступа: http://www.agroinvestor.ru/opinion/article/29316-sliyaniya-i-pogloshcheniya-chego-zhdat-v-2018-godu/ [↑](#footnote-ref-44)
45. Информационное агентство AK&M. Рынок слияний и поглощений. – Режим доступа: http://mergers.akm.ru [↑](#footnote-ref-45)
46. InVenture Investment Group. Обзор мирового рынка слияний и поглощений (M&A) в 2017 году. - Режим доступа: https://www.bvdinfo.com/ru-ru/our-products [↑](#footnote-ref-46)
47. КПМГ. Рынок слияний и поглощений в России в 2017 году, апрель 2018 года. – Режим доступа: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-ru-russian-2017-ma-overview.pdf [↑](#footnote-ref-47)
48. Тот же [↑](#footnote-ref-48)
49. КПМГ. Рынок слияний и поглощений в России в 2017 году, апрель 2018 года. – Режим доступа: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-ru-russian-2017-ma-overview.pdf [↑](#footnote-ref-49)
50. Финансовый учет. Объем сделок слияний и поглощений достиг рекордного уровня в 1 квартале 2018 года. – Режим доступа: http://fin-accounting.ru/financial-news/2018/mergers-acquisitions-hit-1-quarter.html [↑](#footnote-ref-50)
51. Фостер Рид С., Рид Лажу А. Искусство слияний и поглощений. Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2012. – 958 с. [↑](#footnote-ref-51)
52. 34. Степанова Е.О. Структурирование сделок мезонинного финансирования // Управленческие науки в современном мире. - 2016. - №1. -С. 170-183. [↑](#footnote-ref-52)
53. Степанова Е.О. Структурирование сделок мезонинного финансирования // Управленческие науки в современном мире. - 2016. - №1. -С. 170-183. [↑](#footnote-ref-53)
54. Маркова Е.Г. Особенности и перспективы развития сделок финансируемого выкупа на российском рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2016. - №12 (294). - С. 58 – 62. [↑](#footnote-ref-54)
55. Сапгир Н.В., Алешина-Козырева И.А. «Дью дилидженс в России: как снизить цену сделки», СПб.: Окно, 2015. – 258 с. [↑](#footnote-ref-55)
56. Депамфилис Д. «Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании». М.: Олимпик-Бизнес, 2016. – 258 с. [↑](#footnote-ref-56)
57. Линдер Н. В. Стратегии диверсифицированного роста и определение оптимальных границ крупных промышленных бизнес-групп // Эффективное Антикризисное Управление, 2014. - №1. - С. 90–99. [↑](#footnote-ref-57)
58. Ендовицкий Д.А., Соболева В.Е. «Экономический анализ слияний поглощений». М.: Кнорус, 2013. - 84 с. [↑](#footnote-ref-58)
59. Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. М.: Олимпик-Бизнес, 2016. - 258с. [↑](#footnote-ref-59)
60. Капранова Л.Д. Финансирование слияний и поглощений // Аудит и финансовый анализ. - 2012. - №1. - С. 242 – 249. [↑](#footnote-ref-60)
61. Трачук А . В., Линдер Н . В. Методика многофакторной оценки инновационной активности холдингов в промышленности // Научные труды Вольного экономического общества России., 2016. - Т. 198. - С. 298–308. [↑](#footnote-ref-61)
62. Орехов С.А. Формы и методы финансирования инвестиционных проектов // Статистика и экономика. - 2012. - №2. - С. 70 – 76. [↑](#footnote-ref-62)
63. Лысенко Д.В. «Анализ эффективности слияний и поглощений. Аудит и финансовый анализ». СПб.: Версаль, 2017. - 15 с. [↑](#footnote-ref-63)
64. Ованесова Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России // Управленческий учет и финансы. - 2015. - №4 (44). -С. 282 – 294. [↑](#footnote-ref-64)
65. Глумсков В. Мировой фармацевтический рынок: состояние и тенденции // Эксперт Казахстан. – 2017. – №. 20. – С. 122. [↑](#footnote-ref-65)
66. Ганс Рюш Ганс. Большой медицинский обман, 2013. – Режим доступа: http://go-veg.ru/Books/Gans\_Ryush\_-\_Bolshoy\_meditsinskiy\_obman.pdf [↑](#footnote-ref-66)
67. Платонова Е.А. Тенденции развития мирового фармацевтического рынка : дис. – Изд. центр БГУ, 2015. – 322 с. [↑](#footnote-ref-67)
68. Карлик А . Е ., Кармазинова Я . Ф., Трачук А . В. Региональное регулирование деятельности предприятий субъектов естественных монополий. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1999. - 50 с. [↑](#footnote-ref-68)
69. Мазорчук М . С., Добряк В. С., Емельянов П. С. Анализ практического применения метода «охвата данных» для оценки эффективности образовательного процесса // Открытые информационные и компьютерные интегрированные технологии., 2015. - № 69. - С. 234–246. [↑](#footnote-ref-69)
70. Колмаков В. В., Коокуева В. В., Чапкина Е . Г. и др. Теория и практика управления финансовой деятельностью / Под ред. А. Г. Поляковой; МЭСИ. М.: Ист Консалтинг, 2015. - 196 с. [↑](#footnote-ref-70)
71. Трачук А . В., Линдер Н . В. Влияние ограничений ликвидности на вложения промышленных компаний в исследования и разработки и результативность инновационной деятельности // Эффективное Антикризисное Управление. №1., 2016. - С. 80–89. [↑](#footnote-ref-71)
72. Гвардин С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России. СПб. : Питер, 2015. - 194 с. [↑](#footnote-ref-72)
73. Информационное агентство Bloomberg. Крупнейшие сделки, 2017. – Режим доступа: https://www.bloomberg.com [↑](#footnote-ref-73)
74. Болдырева Е. В. Процессы слияния и поглощения на фармацевтическом рынке: состояние, оценка / Е. В. Болдырева, Е. Е. Чупандина, А. А. Бобина // Пути и формы совершенствования фармацевтического образования, Воронеж : Изд-во Воронеж. гос. ун-та, 2013. — Ч. 2. — С. 70–74. [↑](#footnote-ref-74)
75. Годовой отчет «Evaluate Pharmа» за 2016 год. - Режим доступа: http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS-364/images/WP16.pdf [↑](#footnote-ref-75)
76. Воронцова Н. А. Сущность и специфические особенности фармацевтического рынка [Электронный ресурс] / Н. А. Воронцова // Baikal research journal. — 2016. — Т. 7, № 3. — DOI : 10.17150/2411-6262.2016.7(3).16. — Режим доступа: http://brj-bguep.ru/reader/article.aspx?id=20773. [↑](#footnote-ref-76)
77. Третьякова Е. А. Состояние и перспективы инновационного развития российской фармацевтической промышленности / Е. А. Третьякова, Е. В. Шилова // Управление экономическими системами. — 2012. — № 4 (40). — С. 72. [↑](#footnote-ref-77)
78. Садовская Т. Г. Оценка стоимости бизнеса и синергетических эффектов при создании и реорганизации корпораций в современных условиях глобализации / Т. Г. Садовская // Аудит и финансовый анализ. — 2011. — № 6. — С. 226–240. [↑](#footnote-ref-78)
79. Обзор тенденций на глобальном и российском фармацевтическом рынке : годовой отчет компании «Evaluate Pharma» : world Preview 2016, Outlook to 2022 (September 2016). URL: http://frprf.ru/file/Farm.pdf [↑](#footnote-ref-79)
80. Измайлов А. М. Методический подход к анализу конкурентоспособности фармацевтического промышленного предприятия / А. М. Измайлов // Бизнес в законе. — 2015. — № 3. — С. 232–236. [↑](#footnote-ref-80)
81. Евстратов А. В. Слияния и поглощения компаний на фармацевтическом рынке: мировой опыт и российская специфика : монография / А. В. Евстратов, А. М. Измайлов. — Волгоград : Изд-во ВолгГТУ, 2016. — 156 с. [↑](#footnote-ref-81)