

Дензил Рэнкин  
Грэхем Стедман  
Марк Бомер

Due Diligence

Проверка  
ЧИСТОТЫ  
СДЕЛКИ



Библиотека «Альвар»

Необходимые шаги  
к успешному  
ведению бизнеса

Дензил Рэнкин

**Проверка чистоты сделки.  
Необходимые шаги к  
успешному ведению бизнеса**

«Олимп-Бизнес»

2003

**Рэнкин Д.**

Проверка чистоты сделки. Необходимые шаги к успешному ведению бизнеса / Д. Рэнкин — «Олимп-Бизнес», 2003

Каким образом можно провести необходимую и успешную проверку чистоты сделки? Существует ли оптимальный период времени, когда ее следует проводить? Какой последовательности шагов нужно придерживаться? В этой новой, имеющей чрезвычайно важное значение книге даются ответы на эти вопросы. Она представляет собой ценное руководство по эффективному проведению проверки чистоты сделки при объединении компаний. В книге рассматриваются: – Коммерческая проверка чистоты сделки; – Финансовая проверка чистоты сделки; – Юридическая проверка чистоты сделки; – Проверка чистоты сделки с точки зрения продавца.

# Содержание

|  |    |
|--|----|
| Предисловие к русскому изданию   | 6  |
| Об авторах   | 8  |
| Введение   | 10 |
| Для чего нужна проверка чистоты сделки?                                  | 10 |
| Когда в процессе приобретения следует проводить проверку чистоты сделки? | 12 |
| Другие случаи, когда может потребоваться проверка чистоты сделки         | 14 |
| Различные виды проверки чистоты сделки                                   | 15 |
| Кто проводит проверку чистоты сделки?                                    | 16 |
| Будущий успех  | 17 |
| Часть I  | 18 |
| Глава 1  | 18 |
| Чем коммерческая проверка чистоты сделки отличается от других ее видов?  | 18 |
| Глава 2  | 21 |
| Уменьшение риска   | 21 |
| Данные для оценки  | 21 |
| Включение красного света   | 23 |
| Улучшение позиций на переговорах   | 24 |
| Планирование интеграции  | 25 |
| Глава 3  | 26 |
| Стоит ли проводить коммерческую проверку чистоты сделки?                 | 26 |
| Конец ознакомительного фрагмента.  | 27 |

**Дензил Рэнкин, Грэхем  
Стедман, Марк Бомер**  
**Проверка чистоты сделки. Необходимые  
шаги к успешному ведению бизнеса**

© Denzil Rankine, Mark Bomer and Graham Stedman, 2003

All rights reserved. This translation of «Due Diligence: Definitive Steps to Successful Business Combinations», First Edition, is published by arrangement with Pearson Education Limited.

© ЗАО «Олимп – Бизнес», перевод на рус. яз., оформление, 2006

Все права защищены. Лицензионный перевод книги «Due Diligence: Definitive Steps to Successful Business Combinations» (1-е издание), опубликованной Pearson Education Limited.

## Предисловие к русскому изданию

В последние несколько лет во многих отраслях российской экономики отчетливо прослеживается тенденция к консолидации, что говорит о формировании монополистической структуры рынка. В борьбе за рыночную долю компании становятся все более агрессивными, и число сделок по слиянию и поглощению продолжает увеличиваться. Стоит отметить, что процессы укрупнения компаний и их активного продвижения в регионы получили развитие во всех секторах экономики: потребительском, производственном и финансовом. Этому есть вполне логичное объяснение: крупным игрокам, достигшим определенного уровня развития, выгоднее расширять производство за счет приобретения более мелких конкурентов, чем стремиться выдвинуть последних с рынка. Вместе с тем появились сделки по поглощению крупных компаний, которые диктовались стратегическими интересами покупателя выйти на новый рынок, причем сразу в качестве одного из его лидеров.

В этих условиях большую роль играет финансовая отчетность. Текущие тенденции в будущем активизируются в еще большей степени, поэтому значимость проверки чистоты сделки (*due diligence*) при осуществлении слияний и поглощений будет только возрастать.

Приобретение компаний – достаточно сложный и рискованный процесс. Одним из важнейших моментов, предшествующих проведению слияния и поглощения, является проверка чистоты сделки, а именно оценка финансового положения компании, ее перспектив и положения на рынке, репутации в бизнес-сообществе и т. п.

В России эти вопросы становятся еще более актуальными ввиду недостаточно развитого механизма раскрытия информации компаниями, а зачастую умышленного сокрытия той или иной информации, которая может негативно повлиять на оценку приобретаемого актива. Анализа одной лишь финансовой информации по компании в данном случае недостаточно, поскольку ни денежные потоки, ни активы компании не могут в полной мере отразить реальное положение вещей в рассматриваемом бизнесе. Залогом успешного проведения *due diligence* является нацеленность на перспективы компании и изучение событий прошлого, только если оно позволяет заглянуть в ее будущее. Не менее важными факторами являются оценка репутации компании на рынке, независимая оценка ее рыночной доли и даже общение с менеджерами, вовлеченными в проект, поскольку именно последние отвечают за достижение поставленных компанией целей и как нельзя лучше знают ее слабые и сильные стороны.

Предлагаемая вашему вниманию книга раскрывает многие аспекты проведения *due diligence*; при этом ее особая ценность заключается в том, что она содержит как стратегические, так и практические советы по эффективной проверке чистоты сделки. Ее авторы – не только видные теоретики в данной области, но и солидные практики, за плечами которых не один десяток лет работы в области *due diligence*. В книге они приводят квинтэссенцию своего опыта и знаний, подкрепленную наглядными примерами как весьма успешного, так и не вполне удачного опыта объединения компаний, и одновременно дают оценку факторов, способствующих положительному либо негативному результату слияний и поглощений.

Среди основных вопросов, раскрытых авторами при рассмотрении *due diligence*, стоит выделить:

- коммерческую проверку чистоты сделки,
- финансовую проверку чистоты сделки,
- юридическую проверку чистоты сделки,
- проверку чистоты сделки с точки зрения продавца,
- экологические аспекты проверки чистоты сделки.

Книга представляет несомненный интерес, поскольку является обобщением теории и передовой практики в области проверки чистоты сделок и при этом написана простым и понятным языком.

Принимая во внимание растущую значимость due diligence, считаем, что книга «Проверка чистоты сделки» может послужить отличным путеводителем для руководителей, менеджеров и консультантов компаний, занимающихся объединением различного рода компаний, а также юристов, банкиров и бухгалтеров, работающих в данной сфере.

*Святослав Понурое Генеральный директор ИФК «Алемар», кандидат экономических наук*

## Об авторах

**Дензил Рэнкин** возглавляет основанную им в 1991 г. ведущую европейскую консультационную фирму AMR International, которая базируется в Лондоне и оказывает услуги в области исследования рыночного статуса компаний. Он изучал право в университете графства Кент и работал в течение двух лет в RK Carvill в сфере перестрахования, после чего начал оказывать консультационные услуги. В 1983 г. он перешел в PVD, небольшую консультационную фирму, помогавшую британским компаниям проникать на американский рынок. На протяжении последующих четырех лет Дензил играл ведущую роль в проведении консультаций по развитию бизнеса.

В 1987 г. Рэнкина пригласили на руководящую должность в Seer Group, где он основал отделение стратегических исследований, которое функционировало совместно с группой корпоративных финансов. Под его управлением Seer Group стала одной из первых консультационных фирм, оказывающих специализированные услуги в области проведения коммерческой проверки чистоты сделки.

На сегодняшний день Дензил Рэнкин разработал многие сотни программ приобретения для европейских и американских бизнесменов. Среди них были покупки компаний по обоюдному соглашению, несколько принудительных поглощений и соглашения о создании совместных предприятий в 33 странах. Суммы сделок варьировались в диапазоне от 5 ф. ст. до 1,5 млрд ф. ст. За последние годы возглавляемая им AMR International стала мировым лидером в сфере коммерческой проверки чистоты сделок. Рэнкин – автор трех книг по данной тематике: «Practical Guide To Acquisitions» («Практическое руководство по приобретению компаний») (1998), «Commercial Due Diligence: A Guide to Reducing Risk in Acquisitions» («Коммерческая проверка чистоты сделки: руководство по снижению риска при приобретении компаний») (1999) и «Why Acquisitions Fail: Practical Advice for Making Acquisitions Succeed» («Почему приобретение компаний завершается неудачей: практические советы по успешному приобретению компаний») (2001).

**Грэхем Стедман** специализируется в корпоративном и технологическом законодательстве и обладает опытом в таких сферах, как слияние, приобретение и поглощение компаний, корпоративные финансы, венчурный капитал, реорганизация корпораций, структурирование совместных предприятий, инвестиционные консорциумы и другие типы соглашений о сотрудничестве. Он регулярно предоставляет консультации по соглашениям в области информационных технологий и защиты авторских прав на интеллектуальную собственность в области компьютерных технологий. Грэхем Стедман обладает обширным опытом в разработке программ подготовки сделок и является автором книг по вопросам поглощения компаний, соглашений между акционерами и компьютерных контрактов. За свои работы он рекомендован для включения в справочник «The Legal 500».

**Марк Бомер** является экспертом по корпоративным финансам в BDO Stoy Hayward (Лондон) и специализируется в исследовании финансового состояния компаний и оказании соответствующих услуг при заключении международных сделок, как правило, при приобретении компаний, стоимость которых варьируется в пределах от 5 млн до 200 млн ф. ст. Он приобрел опыт работы в BDO, а в 1991 г. перешел в парижский филиал фирмы, основал там отделение корпоративных финансов и начал предоставлять консультации британским, американским и другим нефранцузским приобретателям французских компаний. Бомер регулярно выступает и пишет по вопросам проведения финансовой проверки чистоты международных сделок и более общим аспектам бизнеса между Великобританией и Францией. Кроме того,

он проводил финансовые исследования объектов приобретения в ряде других стран, включая США, Испанию, Италию, Германию, Финляндию, Нидерланды, Бельгию, США и Аргентину. Марк Бомер обладает опытом решения проблем во многих областях, в том числе на транспорте и в логистике, рекламе и маркетинге, индустрии развлечений и розничной торговле, информационных технологиях и различных производственных отраслях.

## Введение

### Для чего нужна проверка чистоты сделки?

В 1988 г. Ferranti приобрела американскую компанию International Signal Controls (ISC). Ferranti являлась крупной британской компанией, имевшей долгую историю, и приобретение ISC оказалось главной причиной ее краха двумя годами позже. Банкротство Ferranti стало поворотным пунктом, моментом рождения сегодняшних методов проверки чистоты сделки.

Позже, в главе 5, мы рассмотрим приобретение Ferranti компании ISC более подробно и придем к заключению, что этой катастрофы можно было избежать, если бы Ferranti надлежащим образом провела необходимое исследование ISC.

В 1990-х годах многие компании сделали многочисленные и весьма существенные приобретения. В отдельных случаях эти амбициозные программы до сих пор сняты их инициаторам в кошмарных снах. Возьмем, к примеру, Тусо, которая за три года приобрела около 700 компаний, или Vivendi, а также некоторые другие крупные телекоммуникационные компании.

Все это, разумеется, хорошо известные примеры, в которых фигурируют торговые марки и большие суммы денег. Однако можно было бы назвать и не такие знаменитые компании, и мы рассмотрим множество примеров менее крупных приобретений, дабы проиллюстрировать наши аргументы, приведенные в настоящей книге.

Слияние и приобретение компаний – весьма крупный бизнес. Так, в 2001 г. общая сумма, затраченная на приобретение компаний по всему миру, составила 1,8 трлн евро. Было заключено около 29 000 сделок – и это только те сделки, о которых было объявлено, заключенные, к тому же, в течение не самого удачного года.

На кон могут быть поставлены торговые марки и миллиарды. Особенно рискованными приобретения зачастую оказываются для небольшого семейного бизнеса. Плохо спланированная сделка может легко повлечь за собой полный крах, тогда как успешное приобретение способно поднять бизнес на совершенно новый уровень. Поэтому ставки обычно бывают высоки и правильность приобретения имеет чрезвычайно важное значение.

Мы рассмотрим некоторые способы, дающие компаниям возможность сделать их приобретения успешными. Настоящая книга демонстрирует, как анализ состояния компании способен повысить качество процесса принятия решения благодаря:

- тщательной проверке, изучению и пересмотру стратегии приобретения;
- минимизации риска, связанного с приобретением;
- максимально выгодной позиции, занятой покупателем во время переговоров в целях достижения оптимальных условий сделки.

При осуществлении всех необходимых мер, сопровождающих процесс приобретения новой компании, обязательно включающих анализ ее состояния, потенциальный покупатель может повысить свои шансы добиться хороших условий. А для реально заключаемых сделок соблюдение подобных мер делает возможной плавную и эффективную интеграцию в главную компанию новой дочерней компании, благодаря чему максимально повышается выгодность сделки – другими словами, максимально увеличивается прибыль.

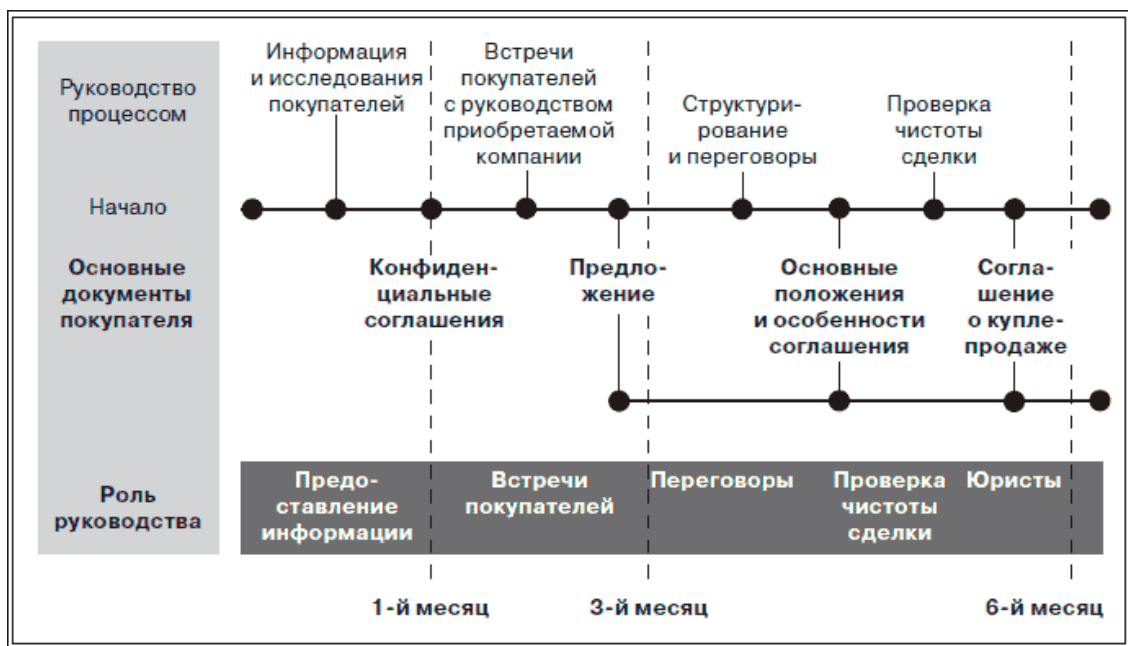
*Проверка чистоты сделки может представлять чрезвычайную ценность не только для приобретения – она также способна оказаться весьма полезной при заключении многих других крупных сделок или контрактов.*

Проверка чистоты сделки, о чем мы будем говорить ниже, может представлять чрезвычайную ценность не только для осуществления приобретения – она также способна оказаться весьма полезной при заключении многих других крупных сделок или контрактов.

## Когда в процессе приобретения следует проводить проверку чистоты сделки?

Главная цель настоящей книги – выяснить, почему тщательная проверка состояния приобретаемой компании имеет огромное значение. Мы посмотрим, какую роль подобная проверка играет при принятии решения о заключении сделки вообще, и покажем, как она способна помочь покупателю максимально увеличить прибыль – либо за счет улучшения условий самой сделки, либо благодаря предвидению основных последствий интеграции нового приобретения в главную компанию.

Чтобы проверка чистоты сделки имела смысл, ее следует проводить до того, как покупатель решится заключить сделку. Рисунок 1 иллюстрирует типичный процесс приобретения.



**Рисунок 1.** Процесс приобретения

Главная проверка состояния приобретаемой компании обычно проводится после подписания Основных положений или подобного им документа, ключевые условия которого не являются обязательными ни для одной из сторон. На данной стадии стороны достигают соглашения в общих чертах, и это оправдывает расходы покупателя на проведение проверки чистоты сделки. Подобная проверка позволит покупателю тщательно изучить предложение о заключении сделки в соответствии с условиями, изложенными в Основных положениях. Однако на основании результатов проверки покупатель может принять решение пересмотреть эти условия, что, естественно, возможно только в силу необязательности Основных положений. Результаты этого исследования могут подвигнуть покупателя вовсе отказаться от заключения сделки.

*Следует отметить, что данный процесс приобретения является типично англосаксонским. Отношения между покупателем и продавцом представляют собой динамичную смесь сходных и противоположных интересов.*

Следует отметить, что данный процесс приобретения является типично англосаксонским. Отношения между покупателем и продавцом представляют собой динамичную смесь

сходных и противоположных интересов. Покупатель заинтересован в получении доступа к максимально возможному объему информации о приобретаемой компании, прежде чем он возьмет на себя обязательство по заключению сделки; в интересах же продавца предоставить покупателю как можно меньше информации, прежде чем тот согласится приобрести компанию. Разные страны разрешают этот конфликт интересов по-разному. В Великобритании, к примеру, процесс обычно происходит так, как это описано выше: покупатель имеет возможность провести всеохватывающую проверку чистоты сделки, прежде чем согласится на ее заключение. В некоторых странах континентальной Европы этот конфликт обычно разрешается в пользу продавца: покупателю приходится соглашаться на приобретение компании на основе менее тщательного исследования. Это одна из множества сложных проблем, возникающих при заключении международных сделок, когда сталкиваются различные виды практики купли-продажи. В настоящей книге мы рассмотрим некоторые из этих проблем более детально.

## **Другие случаи, когда может потребоваться проверка чистоты сделки**

Подобная проверка в первую очередь ассоциируется с приобретением компании. Однако и в других случаях она способна принести дополнительные выгоды и уменьшить риск. Прежде чем заключать любую крупную сделку, следует подумать, а не стоит ли провести тщательное исследование. К таким сделкам относятся:

- соглашение о создании совместного предприятия;
- предоставление ссуды;
- инвестирование средств в акционерный капитал компании;
- крупное соглашение с поставщиком или клиентом;
- создание новой компании или выход на новый рынок.

Во всех вышеперечисленных случаях получение подробной информации перед заключением сделки может иметь решающее значение. Положения настоящей книги применимы также и к этим видам сделки – соображения, лежащие в основе любой проверки чистоты сделки, всегда одинаковы и состоят в том, чтобы получить высококачественную и исчерпывающую информацию перед вступлением в переговоры и заключением крупной сделки.

## Различные виды проверки чистоты сделки

В настоящей книге внимание сосредоточено главным образом на трех сферах проверки чистоты сделок: *коммерческой, финансовой, юридической*.

Это три главных типа исследования, к которым чаще всего прибегают перед осуществлением приобретения, но могут затрагиваться и другие сферы. Мы вкратце коснемся вопросов экологии, пенсионного обеспечения и информационных технологий. Для некоторых сделок эти и другие аспекты способны приобрести ключевое значение: например, туристическое агентство, очевидно, не сможет обойтись без информационных технологий, а при приобретении химического завода необходимо принимать в расчет экологические соображения.

Обычно между финансовой и коммерческой проверками чистоты сделки существует тесная взаимосвязь. В самом деле, иногда в отчете о финансовой проверке широко рассматриваются коммерческие вопросы. В действительности коммерческая и финансовая проверки чистоты сделки представляют собой разные процессы, хотя некоторые из вопросов, на которые они должны дать ответы, являются одними и теми же. Главное различие состоит в том, что коммерческая проверка основывается прежде всего на информации, получаемой за пределами приобретаемой компании, тогда как в ходе финансовой проверки используется в первую очередь информация, получаемая от ее руководства. Таким образом, коммерческая и финансовая проверки чистоты сделки дополняют друг друга в достижении конечной цели, которая состоит в определении будущей эффективности приобретаемой компании.

*Главное различие состоит в том, что коммерческая проверка чистоты сделки основывается прежде всего на информации, получаемой за пределами приобретаемой компании, тогда как в ходе финансовой проверки используется в первую очередь информация, получаемая от ее руководства.*

Юридическая проверка чистоты сделки обеспечивает прочную основу для выводов, получаемых в ходе коммерческой и финансовой проверок: она создает надежную юридическую базу для будущего развития приобретаемой компании, например, предусматривает надделение приобретаемой компании соответствующими правами на ключевую интеллектуальную собственность; наличие необходимых контрактов с поставщиками, клиентами и служащими; возможность привести текущую и планируемую деятельность приобретаемой компании в соответствие со всеми положениями законодательства; меры, позволяющие исключить крупные споры.

*Юридическая проверка чистоты сделки предусматривает надделение приобретаемой компании соответствующими правами на ключевую интеллектуальную собственность; наличие необходимых контрактов с поставщиками, клиентами и служащими; возможность привести текущую и планируемую деятельность приобретаемой компании в соответствие со всеми положениями законодательства; меры, позволяющие исключить крупные споры.*

Следует твердо уяснить: совершенно необходимо, чтобы группы коммерческой, финансовой и юридической проверок чистоты сделки тесно сотрудничали друг с другом, координируя свои усилия. Каждая группа может добыть информацию, имеющую большую важность для работы других. Например, для юридической группы не имеет смысла проводить тщательную проверку прав на торговую марку, если планируется прекратить ее использование.

## Кто проводит проверку чистоты сделки?

В настоящей книге внимание сосредоточено на проверке чистоты сделки, которая обычно проводится специалистами-консультантами, проинструктированными приобретателем. Кроме того, одновременно приобретатель, как правило, проводит свою проверку. Собственная группа приобретателя обычно концентрирует внимание на тех сферах, которые ей проще всего исследовать. Обычно это сферы, имеющие наибольшее отношение к деятельности приобретателя; это также могут быть сферы, относящиеся к самой приобретающей компании, – например, приобретатель должен быть в состоянии определить тот уровень прибыли, которого может достигнуть его собственная компания в результате приобретения.

Что касается консультантов со стороны, важно, чтобы собственная группа проверки приобретателя поддерживала тесный контакт с другими проверяющими группами в целях обмена знаниями и обеспечения возможности постоянно регулировать работу каждой группы в соответствии с новой информацией.

*Что касается консультантов со стороны, важно, чтобы собственная группа проверки чистоты сделки приобретателя поддерживала тесный контакт с другими проверяющими группами в целях обмена знаниями и обеспечения возможности постоянно регулировать работу каждой группы в соответствии с новой информацией.*

Зачем покупателю заключать субподрядный договор на проведение проверки чистоты сделки? Почему бы ему не проводить подобное исследование самостоятельно? На это имеется несколько причин.

- Проверка чистоты сделки (как мы выясним позже) требует особых навыков, и ее должны проводить специалисты, посвящающие подобной работе все свое время, – они проведут ее быстрее, более квалифицированно и, вероятнее всего, добудут скрытую информацию, сведя к минимуму ущерб приобретаемой компании.
- За исключением очень крупных компаний, приобретатели просто не располагают ресурсами, необходимыми для проведения интенсивного исследования.
- Обычно покупателю приходится концентрировать внимание на общей картине, и он вынужден игнорировать слишком большое количество подробностей. Заключив субподрядный договор, покупатель избавляется от лавиной доли работы по проверке чистоты сделки, что позволяет ему полностью сосредоточиться на самых важных вопросах.

## **Будущий успех**

Мы испытывали истинное удовольствие, когда писали эту книгу, и надеемся, что вы будете испытывать не меньшее удовольствие, читая ее. Прежде всего, нам хотелось бы думать, что менеджеры после этого не совершат ошибку, сравнимую с приобретением Ferranti компании ISC!

Мы уверены, что владельцы компаний и менеджеры, познакомившись с идеями и аргументами, приведенными в настоящей книге, будут осуществлять только удачные приобретения на хороших условиях и что эти вновь приобретенные компании будут в значительной мере способствовать успеху своих новых владельцев.

# **Часть I**

## **Коммерческая проверка чистоты сделки**

### **Глава 1**

#### **Что такое коммерческая проверка чистоты сделки?**

Коммерческая проверка чистоты сделки – это процесс изучения компании и ее рынков. Она основывается на информации, получаемой из приобретаемой компании и вторичных источников, включая опубликованную рыночную информацию, а также в значительной мере на сведениях, полученных из первичных источников – от клиентов, конкурентов и других участников рынка. К требуемым ключевым навыкам относится умение брать интервью, осуществлять анализ отрасли и увязывать всю полученную информацию с оценкой конкурентоспособности компании и ее бизнес-планом. Коммерческая проверка чистоты сделки представляет собой одно из наиболее эффективных средств снижения риска при ее заключении; она также должна помогать добиваться лучших условий во время переговоров и при планировании мер по интеграции приобретенной компании в уже действующую.

Коммерческая проверка чистоты сделки обычно происходит в контексте предлагаемого изменения в пакете акций компании, то есть в контексте:

- приобретения (поглощения);
- выкупа командой менеджеров (MBO/МБИ);
- создания совместного предприятия.

Подобная коммерческая проверка также используется при утверждении крупных инвестиций, таких как капитальные инвестиции, инвестиции в новый продукт или выход на рынок той или иной страны. Кроме того, это чрезвычайно полезный инструмент оценки нового стратегического партнера или дистрибьютора. Некоторые продавцы обнаружили, что извлекли бы гораздо большую выгоду, провели они подобные исследования своих собственных дочерних фирм, прежде чем продавать их, поскольку это позволило бы им выявить скрытые резервы или проблемы раньше приобретателей. Приобретатели, которые провели тщательное исследование приобретаемой компании, способны лучше уяснить ее позиции на рынке и конкурентоспособность, что обеспечивает им преимущества при проведении переговоров.

#### **Чем коммерческая проверка чистоты сделки отличается от других ее видов?**

Коммерческая проверка чистоты сделки отличается от других главных типов проверки (в частности, финансовой и юридической) скорее способом ее проведения, нежели преследуемыми целями. И коммерческая и финансовая проверки чистоты сделки имеют целью выявить сильные и слабые компании, дабы оценить, следует ли приобретать их. Но они различаются используемыми источниками и применяемыми методами, а следовательно, обеспечивают разные виды информации и по-разному ее трактуют.

Внимание людей, проводящих финансовую проверку чистоты сделки, обращено внутрь компании, и их источники информации находятся в прошлом. Они очень тщательно анализируют финансовые документы компании и подолгу беседуют с ее руководителями – особенно с теми из них, кто занимается финансовыми вопросами. Кроме того, они могут беседовать

со сторонними лицами, например аудиторами компании, которые зачастую оказываются ценными источниками информации.

***Коммерческая и финансовая проверки чистоты сделки различаются используемыми источниками и применяемыми методами, а следовательно, обеспечивают разные виды информации и по-разному ее трактуют.***

Напротив, коммерческая проверка проводится по большей части за пределами компании. После непродолжительных контактов с руководством обычно начинается изучение вторичных источников, например опубликованной статистики, после чего внимание проверяющих переключается на первичные источники – людей, активно вовлеченных в рынок, или же тех, кто пристально его изучает. Проводится опрос клиентов, дистрибьюторов, экспертов, представителей регулирующих органов, поставщиков, конкурентов, новичков и бывших служащих.

Удачный подбор клиентов всегда является хорошей отправной точкой для принятия решения о приобретении компании. Это означает не только то, что покупатель может осуществлять перекрестные продажи, но также и то, что он понимает, как взаимодействовать с данной группой клиентов. Поэтому вовсе не удивительно, что первоначально коммерческая проверка фактически представляла собой расширенное изучение отзывов клиентов.



**Рисунок 1.1.** Проверка чистоты сделки: соотношение ее коммерческой и финансовой составляющих

Коммерческая и финансовая проверки чистоты сделки дополняют друг друга (см. рис. 1.1), и обе рабочие программы следует координировать. Результатом этой совместной работы станут согласованные прогнозы. Две группы должны свободно контактировать друг с другом. Каждая из них имеет доступ к источникам информации, которые могут представлять ценность для другой группы. Простой пример: группа финансовой проверки имеет легкий доступ к спискам бывших клиентов и, возможно, бывших служащих; группа коммерческой проверки также способна раздобыть эту информацию, но это заняло бы у нее больше времени.

В свою очередь, группа коммерческой проверки может получить более точные сведения о размерах рынка, его сегментации и темпах будущего роста, нежели бухгалтеры; группа финансовой проверки может использовать эту информацию при составлении своих прогнозов и разработке своих сценариев. Если группы, проводящие коммерческую, финансовую и другие виды проверки чистоты сделки, действуют согласованно, это открывает новые направления в работе и способствует более эффективному учету факторов неопределенности.

***Простой пример: группа финансовой проверки имеет легкий доступ к спискам бывших клиентов и, возможно, бывших служащих; группа коммерческой проверки также способна раздобыть эту информацию, но это заняло бы у нее больше времени.***

Ниже мы рассмотрим вопрос, кто должен проводить коммерческую проверку чистоты сделки. Хотя существуют приобретатели и инвесторы, делающие подобную проверку собственными силами, в данной главе преимущественно изучается общепринятая практика и предполагается, что эту работу должна осуществлять группа консультантов со стороны.

## **Глава 2**

### **Для чего нужно проводить коммерческую проверку чистоты сделки?**

#### **Уменьшение риска**

Главная цель проведения коммерческой проверки чистоты сделки, как и других видов проверки, – это уменьшение риска при заключении сделки.

Почему приобретение и другие формы инвестиций сопряжены с высоким риском, и каким образом этот риск можно уменьшить? Когда одна компания приобретает другую, она, как правило, покупает право владения ее будущими потоками прибыли, и риск состоит в том, что будущие показатели деятельности компании могут оказаться ниже прогнозируемых, на основании которых рассчитывается цена приобретаемой компании. Проблема усугубляется тем, что сама сделка может дестабилизировать деятельность компании, меры по ее интеграции могут стать разрушительными, а ожидаемая прибыль может так и остаться гипотетической.

Коммерческая проверка чистоты сделки обеспечивает подробное знакомство с рынками компании и факторами, которые определяют будущие показатели ее деятельности на этих рынках. Это знание составляет важную часть любой оценки рисков и стоимости компании.

*Сама сделка может дестабилизировать деятельность компании, меры по ее интеграции могут стать разрушительными, а ожидаемая прибыль может так и остаться гипотетической.*

#### **Данные для оценки**

Оценка компании – чрезвычайно трудная задача. Из-за отсутствия какого-либо одного оптимального метода обычно применяется комбинация подходов. Определение дисконтированного денежного потока считается одним из наиболее подходящих методов, но оно в значительной мере зависит от качества оценки величины денежного потока, производимого компанией. Подробная программа коммерческой проверки чистоты сделки способна обеспечить такую оценку путем анализа будущих показателей деятельности каждого подразделения компании – вплоть до того, что при необходимости могут быть проанализированы и спрогнозированы перспективы каждой отдельной производственной линии.

Группы коммерческой и финансовой проверок должны координировать свои действия и выдавать совместный прогноз. Группа коммерческой проверки чистоты сделки предоставляет комментарии по росту продаж и пределам колебаний цен; группа финансовой проверки проводит работу на более глубинном уровне.

Коммерческая проверка может также использоваться в других, менее строгих методах оценки, таких как прогнозирование прибыли на инвестированный капитал, чистых активов или соотношения рыночной цены и чистой прибыли. В каждом случае обзор изменений рынка и изучение конкурентоспособности компании помогают группе, производящей оценку, составить свое мнение.

## Конкретный пример: Sodastream

В 1997 г. Cadbury Schweppes решила избавиться от Sodastream – компании, занимающейся производством миксеров для изготовления газированных напитков в домашних условиях. Компания не являлась центральной, и дела ее шли неважно в силу сложных рыночных обстоятельств. Изготавливаемые в домашних условиях газированные напитки вышли из моды, и бренд предпринимал отчаянные попытки сохранить свои позиции на полках супермаркетов Великобритании. Германия представляла для Sodastream обширный и постоянно растущий рынок, но у компании сложились весьма непростые отношения с ее единственным германским дистрибьютором, ограничивавшим перспективы роста.

Многочисленные потенциальные покупатели отказались приобретать Sodastream. Тогда Graphite, средняя акционерная компания, решила купить Sodastream, несмотря на ее видимую бесперспективность. Но вначале Graphite вознамерилась провести коммерческую проверку, чтобы выяснить позиции Sodastream на рынке и произвести ее оценку. Продавец установил жесткие временные рамки, предоставив на проведение этого исследования всего две недели.

Анализ рынка устройств для изготовления безалкогольных напитков в домашних условиях отнял у группы коммерческой проверки относительно немного времени; Sodastream имела на нем крошечную долю, занимала определенную небольшую нишу и едва ли составляла конкуренцию крупным брендам. Очень быстро члены группы перешли к интервью с клиентами в дистрибьюторской цепи – оптовыми торговцами и супермаркетами в Великобритании, а также рядом оптовых торговцев, супермаркетов и магазинов здорового питания в Германии.

Группа выяснила, что Sodastream сохраняла довольно прочные позиции в Великобритании и что руководству компании удалось возобновить сотрудничество с некоторыми крупными розничными торговцами, ранее отказавшимися от ее продукции. Вскоре стало ясно, что в Германии продукция Sodastream на рынке товаров для здорового питания была чуть ли не диковинкой. Следившие за своим здоровьем немцы желали пить более газированную воду, и одна большая сеть магазинов здорового питания проталкивала свои собственные миксеры. Однако из-за плохих отношений с дистрибьюторами миксеры были в большом дефиците; один торговец даже сфотографировал очередь покупателей за ними в магазине, где они имелись в наличии. Далее членам группы стало известно, что один дистрибьютор перепродавал импортируемые миксеры Sodastream, хотя не имел отношений с единственным официальным дистрибьютором в Германии.

Этот вопрос был поднят перед руководством Sodastream. Высшие менеджеры признали, что из-за плохих отношений с германским дистрибьютором они побуждали четверых британских оптовых торговцев поставлять свою продукцию на черный рынок Германии. Поскольку прежде никто их об этом не спрашивал, менеджеры не видели необходимости в том, чтобы обсуждать этот сомнительный канал со своей головной компанией или потенциальными покупателями.

На основе данной информации были сделаны серьезные выводы. Во-первых, британский рынок оказался меньшим, нежели предполагалось первоначально, так как некоторые британские продажи в действительности являлись германскими; поскольку британский рынок претерпевал спад, это означало, что о его сокращении следует заботиться в меньшей степени. Во-вторых, германский рынок оказался большим, нежели предполагалось первоначально; благодаря более высоким пределам колебания цен и устойчивому росту это делало данную компанию более привлекательной. В-третьих, подпольный канал экспорта был неэффективен, ибо Sodastream продавала свою продукцию по более низким ценам; решение проблемы неэффективности привело к немедленному повышению нижнего предела колебания цен.

Graphite приобрела компанию. Спустя год ею заинтересовался отраслевой покупатель, и Graphite перепродала Sodastream за примерно втрое большую цену.

Резюме: кажущаяся непривлекательной компания на кажущемся непривлекательном рынке может оказаться прекрасной инвестицией, если коммерческий анализ компании и рынка показывает, что данная компания способна извлекать прибыль за счет роста в своей собственной нише или повышения эффективности. Прогнозы в информационном меморандуме или бизнес-плане зачастую представляются оптимистичными, но и они могут быть превзойдены – в особенности если продавец не очень тесно связан с компанией, которую продает.

## **Включение красного света**

Как только предложение о приобретении выносится на повестку дня, обсуждается и анализируется в приобретающей компании, оно создает свой собственный импульс. После того как делается предложение продавцу и оно согласовывается в принципе, после того как приводятся в действие механизмы переговоров и исследования, этот импульс обретает мощную силу. К данному моменту ряд людей – некоторые из них являются старшими руководителями приобретающей компании – затрачивают немало времени и энергии (не говоря уже о личном кредите доверия), продвигая предложение. В некоторых случаях для частных инвесторов и корпоративных финансовых консультантов побудительным мотивом служит заключенная сделка, а не ее конечные показатели. Кроме того, стремление заключить сделку может подогреваться, если о ней пронюхает пресса и раструбит о ее заключении еще до того, как это случится.

***Включение красного света – одна из наиболее важных функций группы коммерческой проверки чистоты сделки.***

В подобном случае необходим смелый человек, который поставил бы под сомнение целесообразность заключения сделки или указал бы на серьезные проблемы, существующие в приобретаемой компании или на ее рынке. Это легче сделать тому, кто не является членом компании, хотя оглашение плохого или нежелательного известия все равно задача не из приятных.

Тем не менее включение красного света – одна из наиболее важных функций группы коммерческой проверки чистоты сделки. Коммерческая проверка способна выявить информацию, которая приводит к пересмотру условий сделки, отсрочке ее заключения или отказу от нее. Такая информация может касаться:

- ухудшения условий торговли в ключевых сегментах рынка;

- существенных изменений в рыночной и технологической сферах, которые будут способствовать снижению спроса на некоторые важные продукты или услуги;
- нового крупного конкурента, собирающегося выйти на рынок, что повлечет за собой серьезные изменения доли компании на рынке и пределов колебания ее цен.

Разумеется, коммерческая проверка чистоты сделки должна в первую очередь фокусироваться на ключевых вопросах, дабы, если сделка должна быть отменена, это решение было принято скорее раньше, нежели позже. Отмена сделки – большое разочарование для тех, кто участвовал в ее подготовке. Однако сделка, заключенная, но не принесшая во всей полноте предусматривавшихся выгод, способна причинить огромный ущерб как компаниям, так и карьере их служащих.

## **Улучшение позиций на переговорах**

Как известно, чем лучшей информацией располагаешь, тем лучше твои позиции на переговорах. Информация, предоставленная группой коммерческой проверки чистоты сделки, может значительно улучшить эти позиции. Об этом свидетельствуют два приведенных ниже примера.

### **Пример 1**

Хорошо управляемая компания, занимавшая определенную нишу на рынке услуг, вызвала интерес у одного приобретателя. Приобретаемая компания имела блестящие финансовые результаты, клиенты были о ней самого высокого мнения, а ее персонал производил чрезвычайно благоприятное впечатление и проявлял неподдельный энтузиазм. Затем служащие, проводившие коммерческую проверку, обнаружили (просто поговорив с нынешними и бывшими клиентами), что эта компания наводила справки о другой фирме, которая казалась им конкурентом. Выяснилось, что эта фирма-конкурент принадлежит брату одного из основателей приобретаемой компании.

Приобретатель дипломатично поделился этой информацией с руководителями приобретаемой компании, и те сразу же согласились отложить заключение сделки и предпринять соответствующие меры юридического характера. События развивались таким образом, что значительный объем дополнительной информации начал распространяться за пределы приобретаемой компании: судя по всему, ее руководители решили, что нет смысла ограничивать доступ к информации и что самая лучшая политика – быть максимально открытыми.

### **Пример 2**

Компания по производству охранных устройств была выставлена на продажу ее владельцем, многонациональной корпорацией. При проведении исследования рынка сотрудники группы коммерческой проверки вступили в контакт с одним из ее служащих, который решил, что, помогая группе, он улучшит свои перспективы в случае приобретения компании. Вскоре его прозвали «Глубокое Горло», поскольку он подробно сообщал о трудностях, испытываемых компанией. Данная информация была сопоставлена со

сведениями из других источников (так как возникли подозрения, что в ней содержатся преувеличения), а затем использована во время переговоров, что позволило существенно снизить цену.

## **Планирование интеграции**

Приобретающие компании почти всегда выплачивают премию за осуществление контроля за приобретаемой компанией. Эта премия обычно может быть оправдана лишь в том случае, если навыки сотрудников или активы приобретаемой компании интегрируются в определенную часть приобретающей компании. В реальной жизни интеграция приобретенных компаний в деятельность их новых материнских компаний зачастую происходит медленно и неэффективно. В отдельных случаях тому имеются объективные причины. Некоторые группы поощряют оперативную независимость приобретенных компаний и извлекают выгоды, сочетая ее с управлением из главного офиса. Тем не менее в большинстве случаев причиной неудавшейся или плохой интеграции является чрезмерно оптимистичная оценка того, насколько близки компетенции и культурные традиции компаний, а также неумелые действия менеджеров и неэффективное планирование.

Процесс интеграции необходимо тщательно планировать, и он должен начинаться как можно раньше – до заключения сделки. Слишком многие приобретатели появляются в правлении компании лишь на следующий день после ее покупки и пытаются понять, что им следует делать со своим приобретением.

Сразу после объявления о заключении сделки в компании – а также среди ее поставщиков и клиентов – воцаряется атмосфера неопределенности. Эта неопределенность может носить чрезвычайно разрушительный характер. Способные и перспективные служащие начинают подыскивать себе другую работу на тот случай, если для них не найдется места в новой компании. Клиенты ищут другие источники продукции из опасения, что новая компания поднимет цены, снизит качество, уменьшит объем поставок или закроет важные производственные линии. Конкуренты ведут себя агрессивно и переманивают к себе клиентов и даже служащих приобретаемой компании.

***Плохо спланированная и, соответственно, неэффективно осуществленная интеграция является одной из главных причин неудачи приобретения.***

Подобной неопределенности следует избегать. Важно также избегать поспешных решений, основывающихся на недостаточном понимании сути деятельности компании. Следовательно, необходимо заранее разрабатывать план интеграции. Информация и знания, полученные в процессе коммерческой проверки чистоты сделки, должны использоваться в интеграционном плане, в особенности в отношении того, что касается внешних или ориентированных на рынок действий.

Это может оказаться идеальным решением. Приобретение компании – безумный процесс, в ходе которого, кажется, всегда не хватает времени на выполнение важных задач, не говоря уже о тех, что могут быть отложены, но плохо спланированная и, соответственно, неэффективно осуществленная интеграция является одной из главных причин неудачи приобретения.

## Глава 3

### Проведение коммерческой проверки чистоты сделки

#### Стоит ли проводить коммерческую проверку чистоты сделки?

Только начиная с конца 1990-х годов коммерческая проверка чистоты сделки стала стандартной процедурой при заключении большинства сделок. Почти все крупные сделки (примерно 50 млн ф. ст. и выше) в настоящее время заключаются после соответствующей коммерческой проверки, хотя она может проводиться в форме стратегического обзора или детального обзора рынка. При заключении средних сделок (5–50 млн ф. ст.) коммерческая проверка проводится в большинстве случаев – хотя чаще она имеет место при инвестировании собственного капитала, нежели при корпоративных сделках. При заключении мелких сделок (до 5 млн ф. ст.) формальная коммерческая проверка порой не проводится, поскольку приобретатель не всегда считает, что затраты на нее оправданны, хотя они, как правило, ниже, чем затраты на проведение юридической или финансовой проверки.

Нет необходимости и даже, более того, не рекомендуется проводить полномасштабную коммерческую проверку чистоты сделки в каждом случае приобретения или инвестиции. Поскольку главной целью этой проверки является уменьшение риска, не имеет большого смысла проводить ее, если связанный с заключением сделки риск невелик. Исходя из здравого смысла, величина риска зависит от масштаба и сложности сделки, а также от объема уже имеющейся информации.

*При заключении мелких сделок (до 5 млн ф. ст.) формальная коммерческая проверка чистоты сделки порой не проводится, поскольку приобретатель не всегда считает, что затраты на нее оправданы, хотя они, как правило, ниже, чем затраты на проведение юридической или финансовой проверки.*

Риск покупки небольшой, недавно созданной компании, чья цена относительно мала, будет сравнительно небольшим. Если приобретатель покупает своего ближайшего конкурента, он уже может располагать огромным объемом информации о приобретаемой компании. Руководители двух компаний могут знать друг друга, компании могут обслуживать одних и тех же клиентов и пользоваться услугами одних и тех же поставщиков. В подобных случаях коммерческая проверка чистоты сделки зачастую уже происходит в головах руководителей, и нужда в ее формальном проведении отпадает сама собой.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.