

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

**Д.Т.Н., ПРОФЕССОР
МАЙЗЕЛЬ СЕРГЕЙ ГЕРШЕВИЧ**

ТАКТИКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СИСТЕМЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Объединение предприятий может осуществляться различными путями

Сделки могут происходить между акционерами объединяющихся предприятий или между одним предприятием и акционерами другого предприятия. Объединения могут привести к созданию нового предприятия, устанавливающего контроль над объединяющимися предприятиями, передаче нетто-активов одного или нескольких объединяющихся предприятий другому предприятию либо расформированию одного или нескольких объединяющихся предприятий.

Объединение корпораций может повлиять на отношения материнского и дочерних предприятий.

Объединение может осуществляться путем покупки нетто-активов или акций другого предприятия.

Объединение может проводиться также путем слияния

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ

При описании процесса слияния (поглощения) используются следующие термины и определения:

- объединение корпораций (business combinations)
- покупка (приобретение) (acquisition)
- слияние, или объединение, долей капитала (uniting of interests)
- контроль (control)
- материнское предприятие (parent)
- дочернее предприятие (subsidiary)
- доля меньшинства (minority interest), владеющего менее чем 50% акций,
- справедливая стоимость (fair value)
- дата покупки (приобретения) (date of acquisition)

ПОКУПКА

Практически во всех объединениях одно из объединяющихся предприятий приобретает контроль над другим предприятием, позволяя таким образом определить покупателя.

Дополнительные признаки контроля:

- а) право на более чем половину голосов другого предприятия в силу наличия соглашения с другими инвесторами;
- б) право руководства финансовой и производственной политикой другого предприятия в соответствии с уставом или соглашением;
- в) право назначения или замены большинства членов правления директоров или равнозначного руководящего органа другого предприятия;
- г) право подавать большинство голосов на собраниях правления директоров или равнозначного органа управления другого предприятия.

В случае трудности определения предприятия-покупателя можно руководствоваться косвенными признаками:

- а) соотношением справедливой стоимости объединяющихся предприятий. Более крупное предприятие является покупателем;
- б) обменом акций с правом голоса на денежные средства; в таких случаях предприятие-плательщик является покупателем;
- в) возможностью решать вопрос подбора руководства для другого предприятия; в таких случаях доминирующее предприятие является покупателем.

КОНТРОЛЬ

акционеры объединенных предприятий объединяются по существу на равных условиях с целью разделения контроля над всеми или почти над всеми нетто-активами и производственной деятельностью.

Чтобы достичь взаимного разделения рисков и прибылей объединенной структуры:

- а) значительное большинство, если не все обыкновенные акции объединяющихся предприятий, дающие право голоса, обмениваются или объединяются;
- б) справедливая стоимость одного предприятия значительно не отличается от справедливой стоимости другого предприятия;
- в) акционеры каждого предприятия в основном сохраняют те же права голоса и доли в объединенной структуре, какие они имели до объединения.

Совместное разделение рисков и выгод объединенной структуры уменьшается, и вероятность того, что приобретающая сторона может быть определена, увеличивается, когда:

- а) относительное равенство в справедливой стоимости объединяющихся предприятий уменьшается и процент обмененных обыкновенных акций с правом голоса также уменьшается;
- б) финансовые соглашения обеспечивают относительное преимущество одной группы акционеров перед другими. Такие соглашения могут иметь место до или после образования объединения корпораций;
- в) доля капитала одной стороны в объединенном предприятии зависит оттого, как хозяйственная деятельность, которую она контролировала первоначально, ведется после объединения.

КОНТРОЛЬ

Начиная с даты покупки, приобретающему предприятию следует:

- а) включать в отчет о прибылях и убытках результаты производственной деятельности приобретенного предприятия;
- б) признавать в балансе активы и обязательства приобретенного предприятия и положительный или отрицательный гудвилл (репутацию фирмы), возникающий в результате приобретения.

Датой приобретения является дата установления контроля над нетто-активами и производственной деятельностью приобретенного предприятия.

Контроль не считается переданным приобретающему предприятию до тех пор, пока не удовлетворены все условия, необходимые для защиты интересов вовлеченных сторон.

СТОИМОСТЬ ПОКУПКИ (ПРИБРЕТЕНИЯ)

Приобретение следует учитывать по себестоимости, определяющейся суммой выплаченных денежных средств или их эквивалентов

Когда приобретение включает более одной сделки по обмену, стоимость приобретения складывается из стоимостей отдельных сделок

В том случае, когда расчеты по встречному удовлетворению производятся с отсрочкой, стоимость покупки определяется приведенной стоимостью встречного удовлетворения

Покупатель обычно несет прямые издержки, связанные с приобретением, включающие издержки по регистрации и выпуску ценных бумаг, выплаты бухгалтерам, юристам, оценщикам и другим консультантам.

ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНАЯ ПОКУПКА АКЦИЙ

Каждая значимая сделка рассматривается отдельно.

До того как сделка квалифицирована в качестве приобретения, она может рассматриваться как инвестиция в ассоциированное предприятие.

Справедливая стоимость идентифицируемых приобретенных активов и обязательств определяется со ссылкой на их предполагаемое использование приобретающим предприятием.

Существуют общие правила для установления справедливой стоимости приобретенных активов и обязательств

ГУДВИЛЛ, ВОЗНИКАЮЩИЙ В РЕЗУЛЬТАТЕ ПОКУПКИ (ПРИОБРЕТЕНИЯ)

Любое превышение стоимости покупки (приобретения) над долей участия покупателя в справедливой стоимости идентифицируемых активов и обязательств, приобретенных на дату сделки по обмену, следует описывать как гудвилл и признавать как актив.

Гудвилл, возникающий при покупке, представляет собой сумму, уплаченную покупателем в надежде получить в будущем экономическую выгоду.

Факторы, рассматриваемые при оценке срока полезного использования гудвилла, включают:

- а) прогнозируемый срок функционирования предприятия или отрасли экономики;
- б) эффект устаревания продукции, изменений в спросе и других экономических факторов;
- в) вероятный срок службы руководящих работников или групп служащих;
- г) предполагаемые действия существующих или потенциальных конкурента;
- д) юридические, нормативные или обусловленные контрактом условия, влияющие на срок полезного использования гудвилла.

СЛИЯНИЕ (ОБЪЕДИНЕНИЕ) ДОЛЕЙ КАПИТАЛА

Сущность слияния состоит в том, что приобретение не происходит и продолжается совместное разделение рисков и прибылей, которое существовало до объединения хозяйственной деятельности.

Расходы, связанные со слиянием и включающие плату за регистрацию, затраты на обеспечение акционеров информацией, комиссию посреднику сделки и оплату консультантов, а также другие расходы, связанные с услугами сотрудников, привлеченных для создания объединения предприятий, следует учитывать как расходы того отчетного периода, в котором они были понесены.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОРПОРАЦИИ

Возможность потери вложенных средств или их части называется риском невозврата. Задача кредитора – минимизировать вероятные потери (риски). В этой связи для кредитора возникает задача тщательного отбора потенциальных контрагентов.

Наиболее распространенными в практике зарубежных банков мероприятиями, направленными на снижение кредитного риска являются:

- 1. Оценка инвестиционной привлекательности заемщика.**
- 2. Уменьшение размеров выдаваемых кредитов одному заемщику.**
- 3. Страхование кредитов.**
- 4. Привлечение достаточного обеспечения.**
- 5. Выдача дисконтных ссуд.**

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КОРПОРАЦИИ

инвестиционная привлекательность – это совокупность значений определенных показателей формальной и неформальной оценки различных аспектов деятельности заемщика.

Совокупность показателей, выбираемая для оценки инвестиционной привлекательности, зависит от многих условий, среди которых можно выделить несколько основных:

кредитная и коммерческая репутация заемщика;

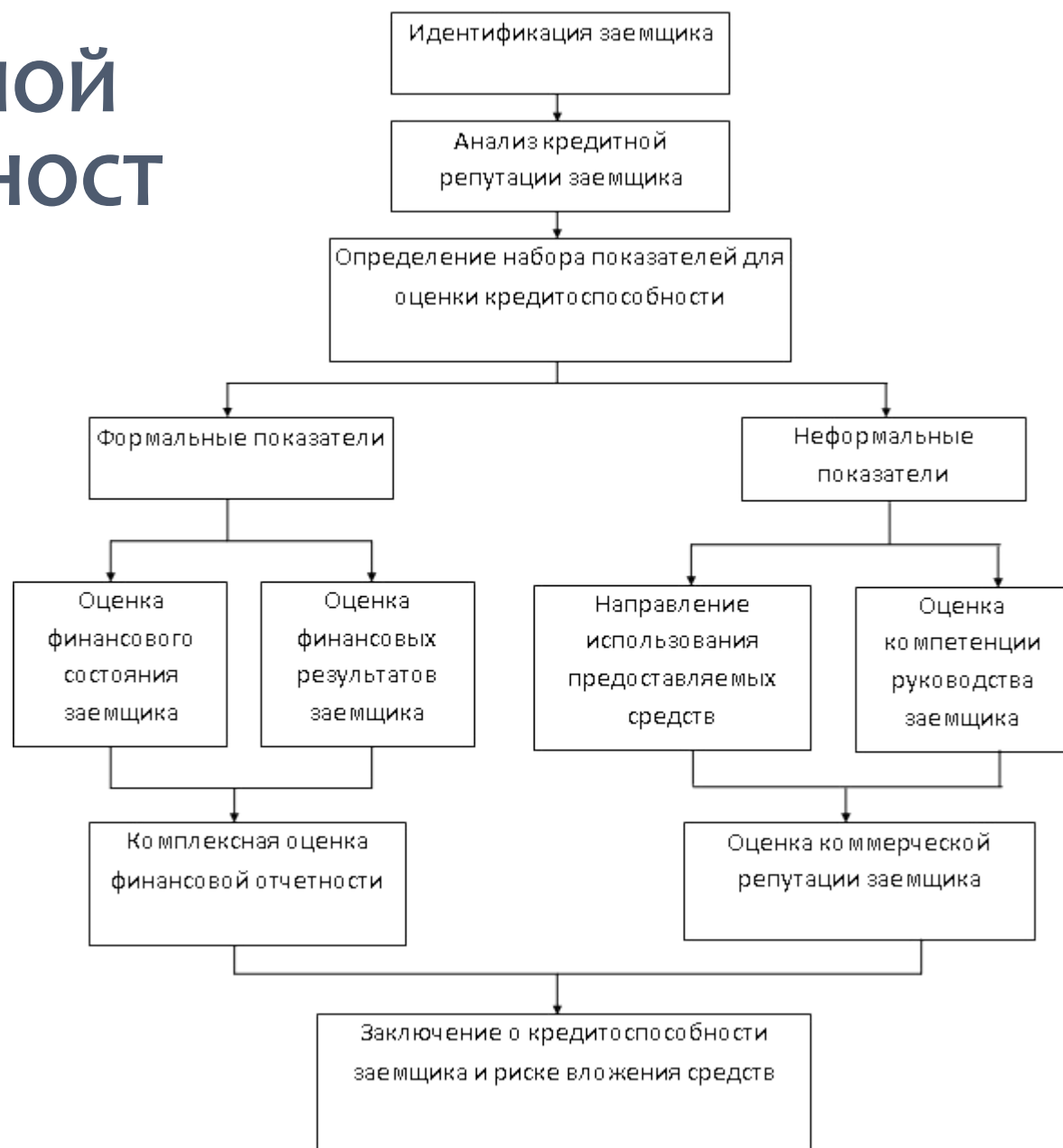
характер деятельности заемщика;

сумма кредита;

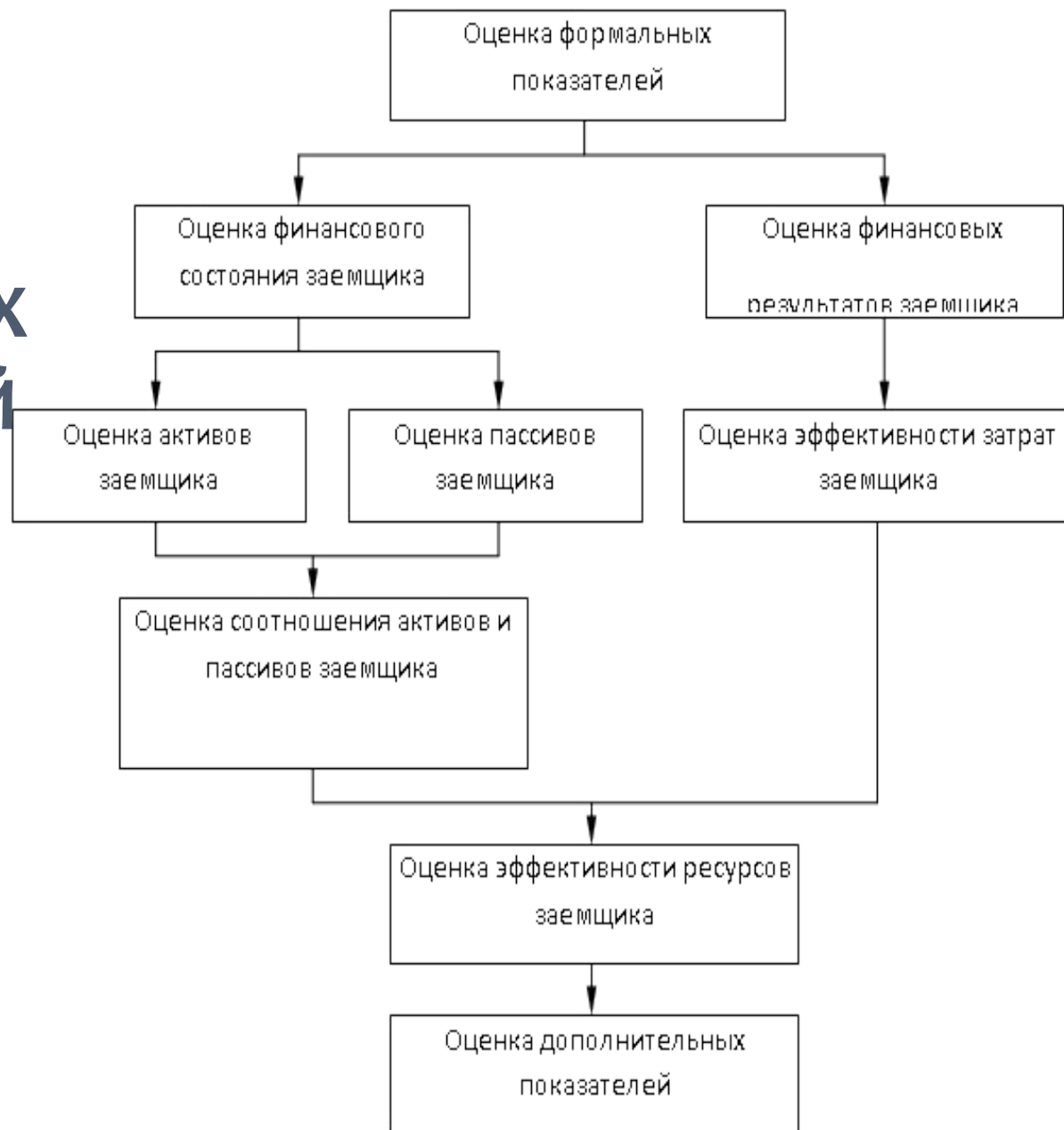
цель кредита.

Цель оценки инвестиционной привлекательности – не определить положение дел у заемщика, а оценить риск возможного вложения средств.

СХЕМА ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ



АЛГОРИТМ РАСЧЕТА И ОЦЕНКИ ФОРМАЛЬНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЗАЕМЩИКА



ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ

сумма всех активов корпорации равна валюте баланса, то формулу рентабельности активов можно представить в виде формулы общей рентабельности:

$$P_o = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВА}}$$

где

P_o – общая рентабельность корпорации;

ЧП – чистая прибыль корпорации за анализируемый период;

ВА – всего активов или валюта баланса.

Рассчитав рентабельность активов корпорации за исследуемый период, можно выяснить какую отдачу получила фирма на каждый вложенный рубль. Введем определения:

показатель – исходный элемент формулы;

фактор – рассчитываемый элемент формулы.

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ

Для углубления анализа рентабельности и выявления степени влияния различных факторов на итоговую рентабельность составим мультипликативную модель рентабельности.

В модель должны корректно войти различные факторы, влияющие на итоговый показатель рентабельности. Мультипликативную модель рентабельности активов представим в следующем виде:

$$P_o = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВА}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВР}} * \frac{\text{ВР}}{\text{ТА}} * \frac{\text{ТА}}{\text{СК}} * \frac{\text{СК}}{\text{ВА}}$$

где

ВР – выручка от реализации продукции (без налога на добавленную стоимость);

ТА – текущие активы корпорации;

СК – собственный капитал корпорации;

ВА – всего активов или валюта баланса.

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ

Факторы:

$ПП = ЧП / ВР$ – прибыльность продаж (показывает, сколько рублей чистой прибыли получено с каждого рубля реализации);

$O_a = ВР / ТА$ – оборачиваемость активов (показывает количество оборотов всего оборотного капитала за анализируемый период);

$K_m = ТА / СК$ – коэффициент маневренности в одной из своих модификаций (показывает долю собственного капитала в финансировании оборотного капитала);

$K_{оп} = СК / ВА$ – коэффициент общей платежеспособности (показывает долю собственного капитала в имуществе корпорации).

Выбор именно этих факторов обусловлен двумя причинами:

во-первых, влияние данных факторов на рентабельность активов корпорации экономически очевидно;

во-вторых, получить значения показателей можно непосредственно по данным внешней финансовой отчетности.

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ

где

$$P_o = \frac{\text{ЧП}}{\text{ВА}} = \frac{\text{ЧП}}{\text{РР}} * \frac{\text{РР}}{\text{ЗПРП}} * \frac{\text{ЗПРП}}{\text{ТА}} * \frac{\text{ТА}}{\text{ВА}}$$

показатели:

РР – результат от реализации;

ЗПРП – затраты на производство реализованной продукции;

ТА – текущие активы корпорации;

ВА – всего активов или валюта баланса;

факторы:

$K_{ип} = \text{ЧП} / \text{РР}$ – коэффициент использования прибыли (показывает какая часть дохода от реализации может быть пущена на выплату дивидендов и на пополнение фондов накопления);

$P_{рп} = \text{РР} / \text{ЗПРП}$ – рентабельность реализованной продукции (показывает сумму дохода на каждый рубль, вложенный в производство реализованной продукции);

$Оп = \text{ЗПРП} / \text{ТА}$ – количество оборотов текущих активов в процессе производства реализованной продукции;

$Сa = \text{ТА} / \text{ВА}$ – структура активов корпорации (показывает, какую, часть активов корпорации составляют оборотные средства).

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Факторный анализ рентабельности собственного капитала ($P_{СК}$) проводится на основе так называемой Dupont-формулы, устанавливающей взаимосвязь между рентабельностью собственного капитала и тремя основными финансовыми показателями предприятия: прибыльностью продаж, оборачиваемостью всех активов и финансовым рычагом в одной из его модификаций:

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

$$P_{СК} = \frac{ЧП}{СК} = \frac{ЧП}{ВР} * \frac{ВР}{ВА} * \frac{ВА}{СК}$$

где

показатели:

ЧП – чистая прибыль;

ВР – выручка от реализации продукции без НДС;

ВА – всего активов;

СК – собственный капитал;

факторы:

ПП = ЧП / ВР – прибыльность продаж;

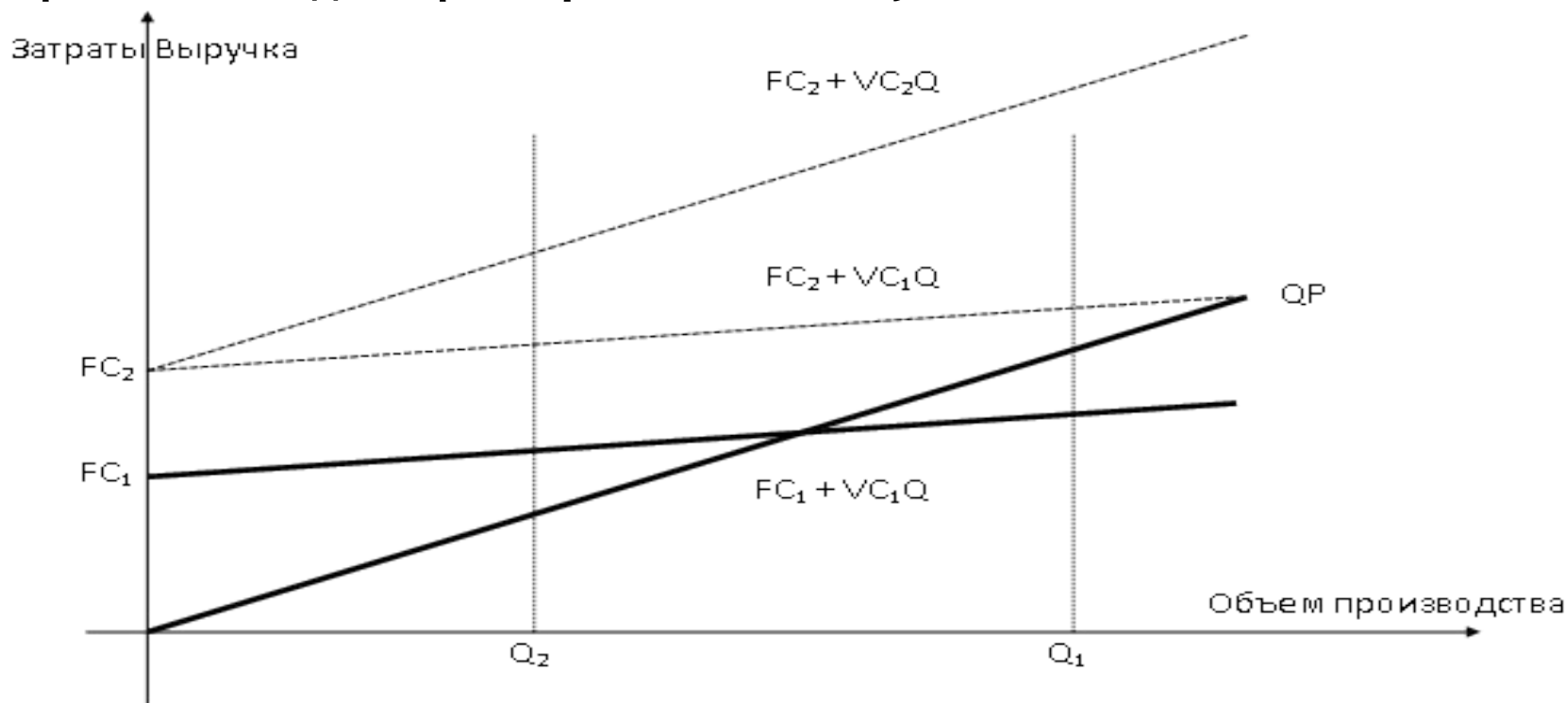
$O_a = ВР / ВА$ – оборачиваемость всех активов;

ФР = ВА / СК – коэффициент капитализации, показывающий структуру источников (пассивов).

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ УБЫТКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Прежде всего, необходимо наиболее полно выяснить факторы, обеспечившие прибыль, и причины, приведшие к убыткам.

Графическая модель факторного анализа убытков.



ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ УБЫТКОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

Факторный анализ убытков предприятия должен ответить на следующие вопросы, имеющие значение для разработки планов оздоровления:

В какой мере убытки вызваны внешними (не зависящими от предприятия) или внутренними причинами?

В какой мере внешние причины несостоятельности являются случайными, временными или, наоборот, постоянно действующими?

В какой мере внутренние причины обусловлены неверными решениями коллектива или только руководства?

Особому анализу должна подвергнуться система учета на предприятии, экономические отношения между подразделениями

АНАЛИЗ ВЕРОЯТНОСТИ БАНКРОТСТВА

Вероятность банкротства предприятия – это одна из оценочных характеристик текущего состояния и обстановки на исследуемом предприятии.

Показатель вероятности банкротства получил название показателя Альтмана по имени своего создателя. Суть метода заключается в составлении и анализе аддитивной модели вида:

где

$$Y = \sum_{i=1}^n X_i$$

Y – результирующая функция;

x_i – элементы вектора факторов X .

АНАЛИЗ ВЕРОЯТНОСТИ БАНКРОТСТВА

В формуле Альтмана используются пять переменных:

$x_1 = \text{ТА} / \text{ВБ}$ – отношение оборотного капитала к сумме активов корпорации;

$x_2 = \text{ДК} / \text{ВБ}$ – отношение нераспределенного дохода к сумме активов;

$x_3 = \text{П}_{\text{осд}} / \text{ВБ}$ – отношение операционных доходов (до вычета процентов и налогов) к сумме активов;

$x_4 = \text{УК} / \text{ВБ}$ – отношение рыночной стоимости акций корпорации к общей сумме активов;

$x_5 = \text{ВР} / \text{ВБ}$ – отношение суммы продаж к сумме активов.

В модели Альтмана применяется метод множественного дискриминантного анализа. Классификационное "правило", полученное на основе уравнения, гласило:

если значение Y меньше 1,767, то фирму следует отнести к группе потенциальных банкротов;

если значение Y больше 1,767, фирме в ближайшей перспективе банкротство не угрожает.

АНАЛИЗ ВЕРОЯТНОСТИ БАНКРОТСТВА

Для оценки финансовой устойчивости можно пользоваться следующей формулой, адаптированной к российской терминологии:

$$Y = x_1 * 1,2 + x_2 * 1,2 + x_3 * 3,3 + x_4 * 0,6 + x_5$$

Шкала вероятности банкротства

Значение Y	Вероятность банкротства
менее 1,8	очень высокая
от 1,81 до 2,7	высокая
от 2,71 до 2,99	средняя
от 3,0	низкая

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ПАКЕТА АКЦИЙ

Стратегия поглощения

Стратегический подход к вопросу инвестирования может быть основан на пяти основных положениях:

- культура деятельности, направленная на всемерное поддержание долгосрочных партнерских отношений с контрагентами корпорации;
- концентрация усилий на наиболее эффективных секторах экономики и инвестиционных ценностях, с которыми имеется опыт работы;
- мощное распределение активов и пассивов;
- эффективная интеграция различных элементов инвестиционного портфеля;
- финансовые возможности, сочетающие новаторские методы структуризации с устойчивым балансом;
- глобальный охват.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ ПАКЕТА АКЦИЙ

Для определения стоимости пакета акций инвесторами как правило используются следующие методы:

- анализ дисконтных потоков средств;
- сравнительный анализ корпораций;
- сравнительный анализ операций;
- анализ заменяемой стоимости.

Кроме формальных на цену влияют и другие факторы:

- уровень конкурентного напряжения между группами участников торгов при проведении тендера;
- структура процесса продажи, в частности, объем покупаемых акций, а также возможность разъединения частей приобретаемой корпорации после приобретения;
- проблема обеспечения финансовых условий приобретения.
- Оценка приобретаемой корпорации обычно рассматривается с двух позиций:
- стоимость корпорации как единой организации (совокупная стоимость);
- стоимость основных составных частей корпорации (пообъектная стоимость).

ОЦЕНКА ДИСКОНТНОГО ПОТОКА СРЕДСТВ (ДПС)

Данная оценочная технология является наиболее часто употребляемой методологией при оценке стоимости корпораций.

Для проведения оценки ДПС, как минимум, требуется следующая информация:

1. Общая информация о приобретаемой корпорации:

наличие и характеристика пакетов акций в основных дочерних предприятиях – с правом голоса и общего капитала;

социальные затраты – текущие и будущие обязательства;

уровень задолженности – дочерние предприятия.

2. Объем производства (определяется по каждому виду производимой продукции).

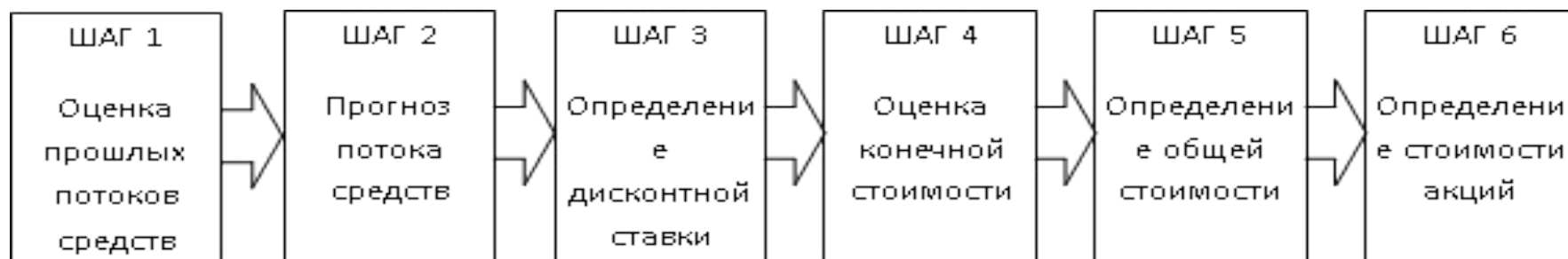
ОЦЕНКА ДИСКОНТНОГО ПОТОКА СРЕДСТВ (ДПС)

Расчет стоимости корпорации при использовании метода ДПС включает:

прогнозирование свободных операционных потоков средств, которые корпорация намеревается накопить за определенный период времени ("прогнозируемый период");

оценку стоимости корпорации по окончании прогнозируемого периода ("конечная стоимость");

определение соответствующей степени дохода, отражающей рисковый профиль корпорации и страны в целом ("дисконтная ставка").



ВЫЧИСЛЕНИЕ ДИСКОНТНОЙ СТАВКИ

Прибыль, получаемая держателями акций и долговых обязательств, представляет собой стоимость долгового обязательства.

Среднее значение, определенное в соответствии с рыночной стоимостью, называется Средневзвешенной Стоимостью Капитала (ССК).

$$\text{ССК} = \left[R_d * (1 - T_c) * \frac{D}{D + E} \right] + \left[R_e * \frac{E}{D + E} \right]$$

где

R_d – стоимость долгового обязательства до уплаты налогов;

T_c – маргинальные налоговые ставки для корпорации;

D – рыночная стоимость долгового обязательства;

E – рыночная стоимость акций;

R_e – стоимость акций до налогов.

ВЫЧИСЛЕНИЕ ДИСКОНТНОЙ СТАВКИ

Стоимость акций может определяться при помощи Модели Оценки Капитальных Активов (МОКА). Данная модель строится на том основании, что разница в прибыли представляет собой необходимую степень риска, однако вознаграждению подлежит лишь та часть этой разницы, которая не подвержена диверсификации.

Основную формулу модели МОКА можно представить так:

$$E(R_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

ВЫЧИСЛЕНИЕ КОНЕЧНОЙ СТОИМОСТИ

Конечная стоимость обычно определяется с использованием формулы роста до бесконечности или терминальной кратности. Формула роста до бесконечности является следующей:

$$КС = FcFn * \frac{1 + g}{ССК - g}$$

МЕТОД СРАВНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА КОРПОРАЦИЙ

Также необходимо проводить оценку корпорации с использованием анализа некоторых показателей корпораций, которые могут сравниться с анализируемой.

Показатели, которые будут рассматриваться:

1. Стоимость корпорации к запасам.
2. Рыночная капитализация к запасам.
3. Цена / поток средств.

ТЕХНИКА ПРЕДВАРИТЕЛЬНОГО СРАВНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА КОРПОРАЦИЙ

Перед проведением анализа стоимости пакета акций необходимо установить исходные данные отношении изучаемой корпорации. Для анализа можно предположить следующее:

а) общие запасы изучаемой корпорации (то есть, 100% всех дочерних предприятий) – 6,600 млн. баррелей;

б) запасы, на которые у нее есть права

Естественно, имеются определенные ограничения в отношении таких показателей как стоимость предприятия / запасы.

Например, они не различают качественную разницу по активам, а также не различают разницу между корпорациями с различными этапами разработки активов. Однако она должна рассматриваться как сопутствующая методу ДПС.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ОПЕРАЦИИ

В ходе дальнейших исследований также является целесообразным анализ схожих случаев приобретения акций на российском рынке.

Основанием к использованию данного метода является то, что он обеспечивает надлежащую степень реализма в отношении случаев приобретения акций российских корпораций российскими корпорациями. Другие методики оценки могут привести к получению определенных показателей стоимости акций. Однако эти показатели могут оказаться нереальными в контексте:

- а) текущей ситуации на российском рынке;
- б) цен, которые потенциальные покупатели (среди которых, наверняка, окажется много российских) могут или хотят предложить в обычных условиях.

АНАЛИЗ ЗАМЕНЯЕМОЙ СТОИМОСТИ

Метод оценки заменяемой стоимости предприятия. Он учитывает стоимость строительства завода заново по сегодняшней стоимости денег и с применением скидки с такой стоимости для расчета стоимости такого перерабатывающего актива.

Обычно скидка в отношении заменяемой стоимости предприятия составляет 30-40% или выше с поправкой на месторасположение завода (если расположен близко к транспортным узлам – ниже, и наоборот).

РОССИЙСКАЯ СПЕЦИФИКА ОЦЕНКИ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

Также, учитывая специфику российского рынка, можно предложить еще два метода, позволяющих существенно приблизить начальную цену пакета акций к рыночным котировкам:

1. Метод расчетной капитализации.
2. Метод группировок.

Суть методов следующая:

Если акции предприятия не котируются на фондовом рынке, то определение рыночной стоимости можно проводить с использованием следующих исходных данных:

бухгалтерская отчетность анализируемого предприятия;

бухгалтерская отчетность предприятий отрасли, акции которых имеют рыночную стоимость (котируются на рынке);

значения рыночных котировок по акциям этих предприятий.

ПРОГНОЗИРУЕМАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИЙ АНАЛИЗИРУЕМОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

совокупная балансовая стоимость (S)

$$S = \sum_{i=1}^n \text{ВБ}_i$$

удельный вес (q) его валюты баланса в общей корзине

$$q_i = \frac{\text{ВБ}_i}{S}$$

рассчитывается коэффициент превышения (k) расчетной капитализации над рыночной

$$k_i = \frac{\text{Кап}_{\text{РЫН}}}{\text{Кап}_{\text{РАС}}}$$

где

$\text{Кап}_{\text{РЫН}}$ – рыночная капитализация предприятия;

$\text{Кап}_{\text{РАС}}$ – расчетная капитализация предприятия, равная стоимости собственных средств предприятия.

ПРОГНОЗИРУЕМАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИЙ АНАЛИЗИРУЕМОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

генеральный коэффициент превышения (К):

$$K = \sum_{i=1}^n (k_i * q_i)$$

прогнозная рыночная капитализация (s) анализируемого
предприятия:

$$S = ВБ * K$$

**БЛАГОДАРЮ
ЗА ВНИМАНИЕ**

**Д.Т.Н., ПРОФЕССОР
МАЙЗЕЛЬ СЕРГЕЙ ГЕРШЕВИЧ**