

## **2. Слияния и поглощения в России: особенности и современная практика**

### **2.1. Слияния и поглощения в контексте процессов реорганизации и реструктуризации: уточнение основных определений**

Установленные в Гражданском кодексе РФ формы реорганизации юридического лица не отражают всего многообразия экономических форм реструктуризации. Вместе с тем различающиеся по экономической мотивации и результирующей структуре собственности экономические формы реструктуризации подпадают под единую форму реорганизации юридического лица, например, разделение на независимые фирмы и разделение на материнскую и дочернюю, т.е. создание холдинга (Львов и др., 2000; см. также табл. 1 Приложения 1).

Наиболее общую, но вместе с тем несколько «размытую», типологию дает Ю.Иванов (Иванов, 2001). Отправным пунктом является понятие «трансформация», заимствованное из научного менеджмента. Под трансформацией предприятия (предприятий) понимается организационно-экономическое преобразование, при котором меняется состав юридических лиц, участвующих в преобразовании. При этом выделяются следующие виды (по Гражданскому кодексу РФ, часть 1, ст. 57 и на основе практики бизнеса):

- создание;
- соединение (слияние как прекращение деятельности двух или более предприятий с передачей всех прав и обязанностей вновь создаваемому предприятию, присоединение как прекращение деятельности одного или более предприятий с передачей всех прав и обязанностей существующему предприятию);
- объединение (объединяющиеся предприятия не меняют юридического статуса, состав юридических лиц увеличивается на единицу);
- рекомбинация (создание совместных предприятий и франчайзинг);
- преобразование (предприятие прекращает свою деятельность с передачей всех прав и обязанностей вновь создаваемому предприятию);

- деление (разделение как прекращение деятельности предприятия с передачей всех прав и обязанностей вновь создаваемым предприятиям, выделение как передача части прав и обязанностей вновь создаваемому предприятию без прекращения деятельности);
- разъединение (предприятия, выходящие из объединения, не меняют юридического статуса, состав юридических лиц уменьшается на единицу);
- ликвидация (см. также *табл. 2* Приложения 1).

Трансформация предприятий, рассмотренная в данном контексте (изменения в составе юридических лиц), не позволяет выявить экономические особенности данного процесса.

Видимо, более плодотворным для исследовательских задач является подход, основанный на использовании термина «реструктуризация» («реструктурирование», или, еще более широко, «преобразование предприятий»/enterprise performance). Необходимо отметить, что концепции реструктурирования заметно различаются от работы к работе (подробный анализ не входит в задачи данного исследования). Согласие достигнуто лишь при самом общем подходе к реструктурированию (Ericson, 1998), когда оно определяется как «изменения в операциях, взаимодействиях (взаимосвязях) и мотивациях в направлении достижения успеха в меняющейся рыночной среде». На практике под термином «реструктуризация» как в России, так и на Западе традиционно понимается «усовершенствование деятельности предприятия» (Блейк, Леви, 1998).

Существуют и другие интерпретации понятия реструктуризации, основанные на российской специфике:

- главная проблема реструктуризации российских компаний в том, что при ее проведении идет передел теневого бизнеса, когда доверять партнерам невозможно;
- в большинстве случаев реструктуризация российских компаний преследует не экономические, а политические цели, и производится не для оптимизации деятельности компании, а для увода из нее денежных потоков;
- современная реструктуризация является лишь продолжением приватизации и последующего перераспределения собственности<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> См. материалы конференций ИД «Коммерсант»: Коммерсантъ, 2000, 2001.

В целом же процесс реструктуризации, понимаемый многопланово, включает следующие основные компоненты:

- реструктуризация в правовом плане (предметом является только реорганизация юридического лица (фирмы) как субъекта права, включая слияния и присоединения в терминах российского законодательства);
- реструктуризация группы компаний (легализация холдинга и владельцев);
- реструктуризация в производственном плане, т.е. изменение производственно-технологической структуры предприятия, реструктуризация предприятия как объекта собственности фирмы (предметом является имущественный комплекс, используемый для предпринимательской деятельности, как объект права);
- реструктуризация собственника, или реструктуризация фирмы как объекта собственности ее владельцев, в частности, акционеров (только по инициативе самих собственников), включая поглощения и слияния;
- реструктуризация системы оперативного управления (см. Львов и др., 2000);
- реструктуризация финансовых потоков;
- реструктурирование кадров.

Для описания общих процессов преобразования предприятий (групп) мы будем далее использовать термины «реструктуризация», «реорганизация» и «преобразование» предприятий (групп) как синонимы, предполагая не только правовые, но экономические и, прежде всего, «собственнические» аспекты процесса.

Наконец, необходима еще одна итерация, которая позволит дать относительно строгие определения собственно «слияниям» и «поглощениям». Вместе с тем и здесь существует расхождение в определениях.

Традиционно «слиянием» считается любое объединение двух или более компаний в одну, при котором остальные участвующие в сделке компании прекращают свое существование.

Российское законодательство (см. Владимирова, 1999) интерпретирует слияние как реорганизацию юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом. Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух

или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование. Новая компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний – своих составных частей, после чего последние распускаются. Например, если компания А объединяется с компаниями В и С, то в результате на рынке может появиться новая компания D ( $D=A+B+C$ ), а все остальные ликвидируются.

В зарубежной же практике под слиянием может пониматься также объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве этот случай попадает под термин «присоединение», подразумевающий, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей обществу, к которому они присоединяются ( $A=A+B+C$ ).

Некоторые авторы под термином «слияние» подразумевают весь спектр сделок по слияниям и поглощениям (Беленькая, 2001). В качестве конкретных форм «слияния» указываются:

- дружественное поглощение – компания-покупатель делает тендерное предложение о покупке 95–100% акций менеджменту компании-цели (например, неудачная попытка слияния «ЮКОСа» и «Сибнефти» в «ЮКСИ»);
- «жесткое», недружественное, враждебное поглощение – компания-покупатель делает тендерное предложение непосредственно акционерам компании-«цели» (минуя менеджмент) либо скупает крупные пакеты акций на вторичном рынке. При этом обычно приходится ограничиться контрольным или блокирующим пакетом (пример — скупка блокирующего пакета акций ГАЗа группой «Сибирский алюминий» у миноритарных акционеров);
- покупка всех или основных активов компании-«цели» (без объединения). От компании-цели в этом случае остается лишь «оболочка» и денежные средства от продажи активов. Она может либо реинвестировать их в новый бизнес, либо ликвидироваться. Приобрести интересующие компанию-покупателя активы часто легче, чем провести слияние, особенно, если их стоимость не подпадает под условие крупной сделки, утверждаемой решением общего собрания акционеров компании-цели, так как в этом случае можно ограничиться решением совета директоров. В случае же слияния необходимо согласие об-

щего собрания акционеров обеих компаний. В качестве типичной процедуры для России можно привести скупку долгов, процедуру банкротства и изменение собственника компании-цели.

Существует и противоположный подход, когда все соответствующие операции объединяются под термином «поглощение». Как отмечается в (Чиркова, 1999), традиционно в литературе по корпоративным финансам выделяются три способа «поглощений»:

- добровольные слияния путем переговоров с руководством поглощаемой компании и последующей покупкой (обменом) акций;
- враждебный захват путем тендерного предложения на покупку акций непосредственно акционерам компании;
- получение контроля над советом директоров без покупки контрольной доли в акционерном капитале через голосование по доверенности (proxy contests, proxy fights)<sup>32</sup>.

В качестве синонимов «поглощения» в литературе часто используются более широкие термины: «приобретение» (в экономическом контексте – см. Хмыз, 2002) или «присоединение» (в юридическом контексте, согласно Гражданскому кодексу РФ). Поглощение определяется также как приобретение поглощающей фирмой контрольного пакета поглощаемой. Так как при этом фирмы продолжают оставаться формально самостоятельными юридическими лицами, слияния их организационных структур не происходит (Львов и др., 2000). Поглощение компании можно определить и как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее. Поглощение компании может осуществляться путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия (Владимирова, 1999).

---

<sup>32</sup> Последний метод до 60-х гг. был основным для недружественного получения контроля над компанией. В 1956 г. на смену голосованию по доверенности пришли тендерные предложения на покупку акций. Причина в том, что со второй половины 50-х гг. издержки голосования существенно возросли (Комиссия по ценным бумагам США в 1955 г. изменила требования к голосованию по доверенности: стали необходимы предварительная экспертиза документов, подаваемых в комиссию перед сбором голосов, полное раскрытие имен тех, кому отдаются голоса, информирование об этом всех акционеров. С 1964 г. эти требования еще более ужесточены. В итоге вероятность успеха оспаривания действий сборщиков доверенностей в суде резко возросла.

Необходимо указать еще одну классификацию, используемую в литературе<sup>33</sup>:

- слияние в традиционном смысле (решение принимают менеджеры компании-цели, корпорация-покупатель получает контроль над 100% акций);
- межфирменные тендерные предложения – *interfirm tender offers*, *public tender offers* (решение принимают акционеры компании-цели, корпорация-покупатель получает контроль над не менее чем 51% обыкновенных голосующих акций).

Объективность таких различий связана с элементарным заимствованием англо-американских терминов, которые не имеют однозначного толкования<sup>34</sup>. Немало различий имеется и в национальной деловой практике. Отсутствие терминологического единства связано, безусловно, и с особенностями национального законодательства (см. Кулагин, 1997, с. 131–138).

В целом в законодательстве отдельных развитых стран речь идет о таких формах реорганизации юридических лиц, как слияние (две или несколько компаний объединяются в одну новую – новый субъект права), поглощение (одна или несколько компаний присоединяются к существующему юридическому лицу), разделение (юридическое лицо распадается на два и более новых субъектов права), выделение (передача части имущества вновь создаваемому субъекту права без прекращения деятельности компании-донора).

В США в особом порядке регулируется такая операция, как комплексное отчуждение имущества, когда одно юридическое лицо передает другому значительную часть своего имущества (тем самым сделка выходит за рамки обычного договора купли-продажи). Тем не менее при комплексном отчуждении имущества не происходит прекращения деятельности одних юридических лиц или возникновения новых субъектов права, поэтому к собственно реорганизации его отнести нельзя.

Во Франции реорганизация акционерных обществ (закон о торговых товариществах 1966 г.) допустима в следующих формах: фузия (объедине-

---

<sup>33</sup> Подробное описание см.: Рудык, Семенова, 2000.

<sup>34</sup> Термин «*merger*» может означать и поглощение путем приобретения ценных бумаг или основного капитала, и слияние (компаний), при котором из двух компаний создается одна новая или происходит присоединение одной компании к другой с прекращением ее деятельности. Термин «*acquisition*» интерпретируется и как приобретение (акций), и как поглощение (компаний), и как получение контроля (*controlling interest*) в другой компании, в том числе путем покупки ее акций. См.: Baron's, 1985, Толковый словарь..., 1994.

ние по меньшей мере двух ранее существовавших товариществ через поглощение одного другим или через образование нового товарищества), разделение (внесение имущества данного товарищества в новые товарищества) и фузия-разделение (товарищество вносит свое имущество в уже существующие товарищества или участвует совместно с ними в создании новых товариществ). Товарищество, к которому в результате одной из перечисленных операций переходит все или часть имущества другого, становится универсальным правопреемником этого последнего.

В праве ФРГ слияние акционерных компаний предусматривается в двух формах: путем передачи имущества акционерного общества как целого другому акционерному обществу за акции первого и путем образования нового акционерного общества, к которому переходит имущество объединившихся акционерных обществ.

Не существует единого мнения о том, что считать публичным предложением покупки акций. Обычно выделяют следующие специфические черты этого института:

- оферта о покупке акций определенной компании на условиях, указанных в оферте;
- оферта адресуется всем держателям ценных бумаг указанной категории;
- оферта должна исходить от акционерного общества.

Тем не менее в Англии данный институт больше соответствует понятию «предложение установить контроль» (take-over-bid), ибо цель операции, согласно английскому праву, должна состоять в установлении контроля над компанией, акции которой скупаются. Во Франции инициаторы данной операции могут стремиться с ее помощью не только установить, но и усилить уже имеющийся контроль над обществом (в России именно усиление/расширение контроля являлось основным стимулом поглощений до 1998 г.). В любом случае не будет рассматриваться как публичное предложение покупки акций общества операция, если она рассчитана на приобретение менее 15% капитала общества. В США специальное регулирование распространяется на приобретение свыше 10% капитала корпорации.

Еще один нюанс связан с тем, что слияния крайне трудно осуществить на паритетных условиях («модель равенства»), поэтому любое слияние в результате может завершиться поглощением. Возможен и обратный вариант, когда «жесткое поглощение» на определенной стадии и условиях переходит в «дружественное».

Для данного исследования более целесообразно, видимо, исходить из

общепринятых определений, используемых в теории корпоративных финансов и мировой практике такого рода операций и базирующихся на конкретной технике. Так, три основные формы, используемые на мировом рынке корпоративного контроля и охватывающие более 85% объема сделок (см. Рудык, Семенкова, 2000; Рудык, 2001), следующие:

1) Слияния (merger) – обычно синонимично дружественному поглощению (другая интерпретация – финансовая сделка, в результате которой происходит объединение двух или более корпораций в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся корпораций, сохранением состава собственников и их прав).

Слияние представляет собой соглашение, заключаемое между группами менеджмента корпорации-покупателя и корпорации-цели относительно продажи последней. Менеджеры корпорации-цели вступают в переговоры относительно проведения слияния только после одобрения факта переговоров у своего совета директоров и акционеров. Таким образом, слияние – это прежде всего контракт между группами менеджеров двух компаний, условия которого вырабатываются в переговорном процессе, причем менеджеры корпорации-цели выступают на этих переговорах прежде всего как агенты акционеров.

2) Поглощения (takeover) – оплаченная сделка, в результате проведения которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики. В сделке участвуют две стороны: корпорация-покупатель и корпорация-цель.

Возможны следующие формы поглощений: а) корпорация-покупатель делает тендерное предложение (предложение выкупить 95–100% акций корпорации-цели) менеджменту корпорации-цели (дружеское поглощение – friendly takeover); б) корпорация-покупатель делает тендерное предложение акционерам корпорации-цели на выкуп контрольного пакета обыкновенных голосующих акций, минуя менеджмент (жесткое, враждебное поглощение – hostile takeover).

Тендерное предложение объявляется и исполняется в независимости от одобрения или неодобрения тендерного предложения менеджментом корпорации-цели. Таким образом, в жестком поглощении от сделки оказывается отстраненным менеджмент корпорации-цели. Теоретически, для успешного проведения жесткого поглощения любой корпорации, достаточно приобрести контрольный пакет ее акций (50%+1 обыкновенную голосующую акцию корпорации-цели).



В качестве «бизнес-термина» под враждебным поглощением («захватом») понимается попытка получения контроля над финансово-хозяйственной деятельностью или активами компании-цели в условиях сопротивления со стороны руководства или ключевых участников компании. Признание характера сделки «враждебным» зависит скорее от реакции менеджеров и/или акционеров/участников (что имеет место в российской практике) компании-цели, если атакующая компания выполнила все требования органов регулирования об афишировании своих действий (Леонов, 2000).

3) Выкупы долговым финансированием (LBO—leveraged buy-out) с середины 80-х гг. — финансовая техника (а не операция), при помощи которой открытая корпорация (public corporation) преобразуется в закрытую корпорацию (private corporation). Группа внешних или внутренних (менеджеры) инвесторов выкупает все находящиеся в обращении акции корпорации, причем выкуп на 80–90% финансируется за счет эмиссии долговых обязательств (чаще всего «мусорные»/высокодоходные облигации). По прошествии 3–6 лет акции возвращаются на открытый рынок, хотя известны случаи сохранения закрытой формы.

4) В качестве четвертой формы можно выделить указанное выше получение контроля над советом директоров без покупки контрольной доли в акционерном капитале через голосование по доверенности (с учетом сделанных оговорок).

## **2.2. Процесс слияний и поглощений в России: определения и особенности**

Оценка масштабов процесса слияний и поглощений в России зависит от выбранного методологического подхода.

При наиболее широком подходе многие крупные приватизационные сделки могут расцениваться как дружественное или враждебное поглощение, и тогда значимость этого процесса для корпоративного сектора России в течение 10 лет его масштабного развития (1992–2002 гг.) исключительно высока.

Если подойти с позиций наиболее строгих и традиционных дефиниций, то речь применительно к России может идти только о:

- (1) постприватизационном периоде;
- (2) единичных вторичных транзакциях;
- (3) крупных компаниях.

Альтернативные ограничения в данном случае носят объективный характер (как для слияний, так и для поглощений):

- (1) необходимость крупных денежных средств (кредитов), которые доступны лишь крупнейшим компаниям (банкам);
- (2) возможность мобилизовать значительные пакеты акций для обмена;
- (3) отсутствие «юридически чистых» объектов для поглощения как наследие приватизации (возможные нарушения, незарегистрированный первый выпуск, срок давности по приватизационным сделкам и др.).

Собственно слияния корпораций в строгом смысле (т.е. участие равных фирм, дружественная сделка, согласованная сделка крупных фирм без скупки акций мелких держателей, обмен акциями или создание новой компании) пока не стали заметным явлением в России. Этот процесс традиционно активизируется на стадии экономического роста и тенденции к росту курсов акций, тогда как в условиях России он чаще рассматривается в качестве возможного антикризисного механизма, в политическом контексте или как институциональная формализация технологической интеграции.

По сути (без технических деталей, связанных с размерами компаний, пропорциями обмена акций и т.д.) слияния и дружественные поглощения можно рассматривать как синонимы. Для дружественных поглощений (по договоренности сторон) рынок капиталов также не требуется, равно как и нет видимой связи с проблемами корпоративного управления. Этот процесс наиболее характерен для российской практики после приватизации. Он имел место во многих созданных корпорациях и носил преимущественно технологический характер: восстановление старых хозяйственных связей, борьба за доли рынка, вертикальная интеграция.

Фактически только враждебные поглощения гипотетически ведут к компенсации несовершенства корпоративного управления через насильственную смену менеджеров. Этот рынок – собственно рынок корпоративного контроля – получил наибольшее развитие в России, хотя и его активизация в различные периоды связана прежде всего с экспансией крупнейших групп (холдингов). Среди основных ограничений для широкого развития этого рынка, актуальных и в настоящее время, можно выделить:

- необходимость консолидации крупных пакетов акций, тогда как в России акционерный капитал (несмотря на явную тенденцию к концентрации) остается относительно распыленным, а на рынке, даже при наивысшей его активности в 1996–1997 гг., обращалось не более 5–7% акций «голубых фишек»;

- структура собственности в корпорации должна быть относительно четкой и зафиксированной, тогда как в России продолжается процесс перераспределения прав собственности (но это одновременно и стимул для развития процесса поглощений);
- недостаточность ликвидных ресурсов.

Если же рассматривать весь спектр классических (общепринятых в мировой практике) и специфичных для России методов поглощения (включая, например, поглощение через банкротство), то объемы такого рода операций, особенно после 1998 г., очень значительны.

Следует также отметить, что указанные процессы характерны преимущественно для той части российских предприятий, по поводу которых, во-первых, потенциально могли возникнуть конкурентные отношения «инсайдер»–«аутсайдер» (т.е. рентабельных или перспективных), и, во-вторых, сама дирекция имела конкретные стратегические планы на будущее. Если же менеджмент продолжал пассивное существование, мало интересуясь дальнейшей судьбой АО, то перспективами АО могли стать в лучшем случае – поглощение аутсайдером, в худшем – использование активов АО дирекцией для личных нужд.

Выявление *особенностей слияний и поглощений в России* представляет самостоятельный интерес. В этом контексте целесообразно выделить несколько групп.

Первая группа особенностей связана с различиями в причинах данных процессов.

Хотя волны слияний и поглощений традиционно сопутствуют стадии экономического роста (см. *табл. 1* Приложения 1), в условиях посткоммунистической России вне зависимости от стадий значительно влияние таких факторов, как постприватизационное перераспределение собственности, экспансия и реорганизация крупных групп и финансовые кризисы. Спонтанный процесс консолидации акционерного капитала и захват контроля в корпорациях после кризиса 1998 г. является несомненным подтверждением.

Прямое влияние государственного регулирования (в отличие, к примеру, от США, где различные формы и методы слияний и поглощений были связаны в том числе с различными мерами государственного регулирования – см. *табл. 1* Приложения 1) имеет минимальный характер. Процесс слияний и поглощений в том, что касается конкретных форм и направлений объединения, происходит преимущественно спонтанно. Вместе с тем слия-

ния и поглощения (интеграция, консолидация) косвенно являются защитной реакцией на последствия (издержки) приватизации, незащищенность прав собственности, налоговую политику.

Необходимо также учесть такие общие факторы, как изначальное сохранение условий монополизации экономики, формирование (фактически) основного экспортного потока на 2000 российских предприятий, включение большинства экспортеров в те или иные группы и относительно стабильная структура их акционеров (к августу 1998 г.). Данные факторы сказывались на «частоте» использования указанных операций.

Вторая группа обусловлена спецификой российского фондового рынка. Рынок ценных бумаг в России с самого начала развивался как рынок корпоративного контроля. Для современной ситуации характерно снижение объема операций, формирующих портфельные инвестиции, и увеличение масштабов выкупа акций с целью передела собственности (Рудык, Семенова, 2000, с. 9). Тем не менее слияния и поглощения практически не затрагивают организованный фондовый рынок, и рыночная цена акций на вторичном рынке не имеет существенного значения. Крупнейшие «голубые фишки» с относительно ликвидным рынком в наименьшей степени могут стать объектом поглощения, даже если их рыночная стоимость существенно занижена по сравнению с потенциальной.

Третья группа особенностей связана со спецификой структуры собственности российских компаний и участников операций:

- несмотря на определенные правовые механизмы, миноритарные акционеры компании-цели играют пассивную роль и не могут выступать полноценными участниками рынка корпоративного контроля. Они могут как выиграть за счет более высокой цены, предлагаемой за акции («премия слияния»), так и проиграть (если новый собственник будет проводить политику, ущемляющую их права). При этом неликвидность акций не позволяет им в подавляющем большинстве случаев оценить выгоду от продажи;
- особая значимость такого фактора, как личные соображения руководителей (хотя такие мотивы обычно не признаются публично и оцениваются крайне негативно, как идущие вразрез с экономической эффективностью). Практически поголовная идентичность менеджеров предприятий и его владельцев (помимо обычных амбиций наемных менеджеров, свойственных и для других стран) приводит к тому, что слияние с более круп-

ным конкурентом часто воспринимается как проигрыш конкуренту;

- сложная и непрозрачная структура (собственности) компаний обуславливает минимум открытости при совершении данных сделок;
- организация корпораций как «группы компаний» делает выкуп активов уже действующего предприятия гораздо более технологичной и менее рискованной сделкой, чем проведение реорганизации двух сливающихся компаний;
- сравнительно высокие требования к доле в акционерном капитале для осуществления контроля над предприятием (в идеале – до 100% акционерного капитала);
- соответствующие взаимоотношения между компаниями (в том числе между входящими в структуру групп) в минимальной степени и относительно неэффективно регулируются законодательно;
- часто неформальный контроль (через «контрактные группы», контроль финансовых потоков, давальческие механизмы, соглашения об использовании «денежных суррогатов» и т.д. ) является более предпочтительным, чем юридическое оформление слияния или поглощения. Помимо финансовых затрат на такое оформление, часто необходимо преодоление сопротивления региональных властей, конкурентов, криминальных структур, что под силу только очень крупным группам со связями в федеральных органах власти;
- региональные власти не имеют возможности непосредственного законодательного регулирования интеграционных процессов (как это имеет место в США), но обычно участвуют в сделках в пользу одной из сторон;
- частные кредиторы могут получить определенные выгоды от выкупа своих требований со стороны компании-захватчика, а кредиторы, представляющие те или иные государственные институты, часто используются для инициирования дела о банкротстве;
- в качестве «белого рыцаря» может использоваться абсолютно любая структура (не только «дружественный» покупатель акций, но федеральная структура, региональная администрация, банк-кредитор, судебная инстанция, криминальная группиров-

ка, которым со всей очевидностью не требуется приобретать акции компании-цели).

Четвертая группа особенностей касается наиболее типичных форм слияний и поглощений:

- отсутствуют равноправные слияния, что также может быть связано с неразвитым фондовым рынком (соответственно, чаще происходит оплата не акциями, а наличными средствами и векселями);
- известная в США с 80-х гг. агрессивная скупка недооцененных на фондовом рынке компаний с целью краткосрочного повышения их рыночной стоимости и последующей перепродажи, часто с раздроблением компании и применением LBO – долгового финансирования и выпуска «мусорных» облигаций (бизнес-«налетчиков» – raiders) практически почти не распространена;
- несмотря на нераспространенность такого бизнеса «налетчиков», достаточно редки и добровольные «дружественные» слияния и поглощения (свойственные континентальной Европе по крайней мере до 90-х гг.). Особенностью России является преобладание жестких, враждебных поглощений с использованием «административного ресурса»;
- имеют место финансовые ограничения для агрессивного поглощения компаний через предложение ее акционерам премий к стоимости акций;
- преобладание (с 1998 г.) агрессивного поглощения через банкротство и различные долговые схемы;
- обмен акциями в российской практике поглощений практически не использовался;
- финансирование сделок по приобретению акций осуществляется в основном за счет собственных акционеров;
- среди методов защиты – преобладание административно-силовых и судебных методов (до и после поглощения), хотя это в равной степени можно отнести и к тактике агрессора;
- создание конгломератов относительно распространено, хотя в мире данный тип слияний утратил свою значимость (среди компаний, акции которых в настоящее время обращаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, 40 компаний официально классифицированы как конгломераты, однако все они переори-

ентировали свою деятельность на те сегменты, в которых они лидируют. В настоящее время они приобретают компании в ключевых сферах бизнеса и продают все неключевые активы)<sup>35</sup>.

Вне зависимости от строгих дефиниций, к настоящему времени возможно выделить несколько этапов (см. также специальные разделы ниже) слияний и поглощений.

Первый (постприватизационный) – с середины 90-х гг. до кризиса 1998 г. Для этого начального этапа типичны единичные попытки использования классических методов поглощений. Если учитывать приватизационные сделки, то именно этот период наиболее широко характеризуется «поглощениями через приватизацию». Данный способ был актуален как самостоятельный механизм, так и в рамках экспансионистской стратегии первых ФПП (прежде всего неформальных, банковского происхождения).

Второй (посткризисный «бум») – с середины 1999 г. до 2002 г. Именно в этот период наиболее явно проявились специфические причины, вызвавшие волну слияний и поглощений. Тем не менее в силу особенностей применяемых методов некоторые аналитики предпочитают даже не использовать термин «слияния и поглощения», ограничиваясь привычным «передел собственности». В этот период экспансия промышленных групп сочеталась с усилением процесса консолидации активов.

Третий (реорганизационный «спад») – начинается в настоящее время. Для него характерно некоторое снижение темпов экспансии сложившихся групп, завершение процессов консолидации и наметившийся переход к реструктуризации групп и юридической реорганизации (прежде всего легализация аморфных холдингов и групп).

---

<sup>35</sup> Более подробно см. также: Андреева, 2001; Беленькая, 2001; Владимирова, 1999; Леонов, 2000; Коммерсантъ, 2000.

### **2.3. Особенности российской техники враждебных поглощений и методов защиты**

Сделки рынка корпоративного контроля – слияния и жесткие поглощения – рассматриваются как наиболее цивилизованный инструмент перераспределения собственности в рыночной экономике. При этом контроль над корпорацией сам по себе является ценным активом и, как любой актив, должен иметь свой рынок (подробно см. Рудык, 2001). Фундаментальное предположение, лежащее в основе рынка корпоративного контроля, заключается в том, что существует положительная корреляция между эффективностью управления корпорацией и рыночной стоимостью ее акций.

«Рынок корпоративного контроля» (угроза враждебного поглощения и смены менеджеров), как и угроза банкротства, является одним из ключевых внешних механизмов корпоративного управления.

Многие исследователи считают рынок поглощений единственным механизмом защиты акционеров от произвола менеджеров. Отмечается, что этот метод наиболее эффективен тогда, когда необходимо «сломить» сопротивление консервативного совета директоров, незаинтересованного в рационализации (раздроблении) компании, особенно, если речь идет о высокодиверсифицированной компании (Coffee, 1988). В обширной теоретической литературе подробно анализируется также взаимосвязь поглощений с «частной» (особенной) выгодой крупных акционеров и повышением экономической эффективности после перехода контроля к новому собственнику.

Вместе с тем эффективность этого метода для последующего улучшения корпоративного управления все больше подвергается критике. В частности, отмечается тот факт, что опасность поглощения толкает менеджеров только к реализации краткосрочных проектов из-за опасений снижения курсовой стоимости акций. Другие критики полагают, что поглощения служат лишь интересам акционеров и не учитывают интересы всех «соучастников». Наконец, всегда существует риск дестабилизации деятельности как компании-покупателя, так и поглощенной компании (см. Грей, Хэнсон, 1994; график 1).

Как уже отмечалось выше, именно «враждебные поглощения» стали доминирующей формой в России. В самом общем виде применяемые в России методы поглощений не претерпели заметных изменений в течение 10 лет (хотя, безусловно, менялись акценты). По сути, они сводятся к шести основным группам:

- агрессивная либо «согласованная» скупка различных по раз-



меру пакетов акций на вторичном рынке (у работников, инвестиционных институтов, брокеров, банков);

- лоббирование конкретных сделок с пакетами акций, остающихся у федеральных и региональных властей (остаточная приватизация, доверительное управление и др.);
- добровольное или административно-принудительное вовлечение в холдинги или финансово-промышленные группы;
- скупка и трансформация долгов в имущественно-долевое участие;
- приобретение активов предприятий, ликвидируемых в процессе банкротства (ограничением этого метода является ликвидация действующего бизнеса, что не всегда соответствует интересам агрессора);
- использование решений судов (для признания ранее осуществленных сделок (выпусков ценных бумаг) недействительными, для ограничения прав по голосованию или владению пакетами акций, проведению общих собраний, назначению арбитражных управляющих и т.д. ). Особенно широко распространено использование ошибок эмитентов при регистрации итогов выпусков ценных бумаг («приватизационные» и последующие, в том числе для размывания долей аутсайдеров, которые часто попросту забывают зарегистрировать).

Некоторые сравнительные характеристики вариантов иностранных и российских сделок «враждебного поглощения» представлены в таблице 4 Приложения 1. Достаточно очевидно, что большинство российских «враждебных» поглощений не могут быть квалифицированы в соответствии с иностранными дефинициями, так как спектр методов получения контроля над компанией-целью не подпадает под стандартные критерии, принятые в международной практике. С точки зрения некоторых авторов, более приемлем именно термин «захват», в силу оказанного сопротивления и наличия конкурента-захватчика (Леонов, 2000). Некоторые примеры стратегии захвата, осуществляемой крупными российскими холдингами (группами), будут приведены ниже.

Основные методы защиты, применяемой менеджерами (акционерами) поглощаемой компании в западной практике, представлены в таблице 5. Среди известных в России методов сопротивления потенциальному агрессору, которые использовались менеджерами (акционерами) компании-объекта поглощения, можно привести следующие:

- покупка акций фирмами (фондами), принадлежащими менеджменту;
- выкуп акций АО самим АО, в том числе с последующей продажей выкупленных акций работникам и администрации (ее компаниям) для увеличения доли «инсайдеров» в ущерб внешним акционерам;
- контроль части или всех акций работников (через коллективный траст в форме закрытого АО, некоммерческое партнерство, доверительное управление и др.);
- траст на управление государственным пакетом акций;
- контроль за реестром акционеров, а также ограничение доступа к реестру акционеров или манипуляции им;
- изменение размера уставного капитала АО, в том числе целенаправленное уменьшение (разводнение) доли конкретных «чужих» акционеров через размещение акций новых эмиссий на льготных условиях среди администрации и работников, а также «дружественных» внешних и псевдо-внешних акционеров;
- общая стратегия распыления акционерного капитала в целом для затруднения скупки акций потенциальным «захватчиком»;
- покупка «остаточных» пакетов акций в ходе денежной приватизации (многие менеджеры увеличивали «свои» пакеты даже в том случае, если не было конкуренции аутсайдеров);
- скупка акций работников;
- учреждение акционерами АО, акции которого необходимо «блокировать», самостоятельного ООО (ЗАО) и переход в его собственность акций (акционеры АО отныне становятся лишь пайщиками ООО);
- введение различных материальных и административных санкций по отношению к работникам-акционерам, намеревающимся продать свои акции «постороннему» покупателю;
- формирование двоевластия в АО (два общих собрания, два совета директоров, два генеральных директора);
- альянсы менеджеров-акционеров с «дружественными» аутсайдерами или привлечение «белого рыцаря»;
- привлечение местных властей для введения административных ограничений деятельности «чужих» посредников и фирм, скупающих акции работников;

- «шантаж» местных властей менеджерами в случае, если предприятие является бюджетообразующим;
- судебные иски о признании определенных сделок с акциями недействительными, «поддерживаемые» местными властями;
- введение ограничений (квот) владения акциями в уставе;
- организация контроля за рынком акций данного АО (через инфраструктуру и др.);
- манипулирование органами управления АО и счетной комиссией;
- использование асимметрии информации в борьбе с «агрессорами» или имеющимися уже внешними акционерами;
- организация размещения дополнительных эмиссий по принципу «узкого горла» (в недоступных местах и в ограниченный период времени);
- осуществление фиктивных банкротств с последующей скупкой продаваемых активов;
- реорганизация компании с выделением ликвидных активов в отдельные структуры;
- вывод активов;
- заключение «форвардных» контрактов покупки акций;
- оформление (искусственное создание) кредиторской задолженности на свои аффилированные структуры и др.<sup>36</sup>

При этом считается, что российское законодательство предоставляет собственнику предприятия практически неограниченные возможности для защиты бизнеса от поглощения (Коммерсантъ, 2000). В силу этого, во-первых, концентрация капитала доступна прежде всего тем структурам, которые обладают ресурсами политического давления на собственника. Во-вторых, для России характерно сравнительно редкое явление – компании по обеспечению слияний и поглощений (группа акционеров «Сибнефти» на примере алюминиевой отрасли, группа «Альфа» в стройматериалах, металлургии, нефтедобыче, «Росинвестнефть», группа «Альянс» в нефтяной отрасли, группа «МДМ» в цветной металлургии и горнодобывающей промышленности). Схема их деятельности следующая: создается объединенная компания совместно с «заказчиком» поглощения, реструктурируется вся группа, впоследствии имеет место участие в прибылях и активах единой компании или продажа своей части акций заказчику.

---

<sup>36</sup> Безусловно, данный перечень не является исчерпывающим. Важно также иметь в виду, что некоторые из указанных методов перестали быть актуальными в настоящее время в связи с изменениями в законодательстве.

Очевидно, что стратегия и мотивы существенно различаются в зависимости от субъекта, заинтересованного в конкретном пакете. Так, например, даже для узкого круга крупнейших российских нефтегазовых компаний первоначальная стратегия защиты (отсечения чужих акционеров) была совершенно различной: у НК «ЛУКОЙЛ» – максимальное распыление выпущенных акций и последующая скупка через дочерние и дружественные компании, у РАО «Газпром» – установление жестких административных лимитов для аутсайдеров и организация двойного рынка (внутреннего и зарубежного) своих акций, у НК «Сургутнефтегаз» – использование собственного пенсионного фонда для «самовыкупа» акций и попытки размывания доли аутсайдеров через новые эмиссии, у НК «ЮКОС» – «дружественное» поглощение банком, затем легализованное размывание государственной доли с использованием схем реструктуризации задолженности федеральному бюджету.

Большинство из указанных приемов с равным успехом применялась и аутсайдерами, заинтересованными в захвате корпоративного контроля. Если для эмитентов рынок ценных бумаг является прежде всего одним из способов консолидации собственного контроля, то мотивы аутсайдеров гораздо более многообразны. В частности, мотивы инвестирования в корпоративные ценные бумаги коммерческих банков в 1992–1998 гг. (при всех известных правовых и финансовых ограничениях) можно сгруппировать следующим образом:

- установление контроля над конкретным перспективным приватизируемым предприятием (чаще всего для ведения счетов, контроля финансовых потоков, экспортной выручки и т.п.);
- покупка акций для создания определенных плацдармов экспансии в те или иные отрасли;
- скупка акций приватизированных предприятий в пользу крупных иностранных и отечественных инвесторов (комиссионный доход или курсовая разница при перепродаже пакета акций);
- политика поглощений для последующей минимальной реструктуризации и перепродажи;
- получение пакета акций в качестве компенсации за долги;
- перераспределение в свою пользу части доходов от продажи акций, принадлежащих государству;
- обладание своеобразным «страховым фондом» (учитывая, что государство не допустит банкротства промышленных гигантов)

и, скорее всего, пойдет даже на субсидии или какие-то льготы, которыми может воспользоваться и внешний акционер);

- владение акциями крупнейших промышленных АО для создания имиджа серьезного инвестора<sup>37</sup>.

В посткризисный период роль банков в сфере корпоративных поглощений (не имеющих отношение к банковской сфере) стала по очевидным причинам крайне ограниченной. Что касается других финансовых институтов, то они вряд ли могут рассматриваться как серьезный участник рынка корпоративного контроля. Корпоративные ценные бумаги были традиционно слабо представлены в структуре их инвестиционных портфелей (если речь не идет о «карманных» финансовых институтах в системе крупных промышленных и банковских групп). Страховые компании и пенсионные фонды традиционно ориентировались на государственные ценные бумаги. Некоторым исключением являлись чековые инвестиционные фонды, которые в силу своего происхождения стали держателями относительно крупных пакетов акций приватизированных предприятий. Чаще всего эти фонды выполняли брокерские функции: перепродавали акции целенаправленно менеджерам предприятий или передавали последним акции в траст, составляли портфели для иностранных инвесторов. Некоторые фонды действовали как портфельные инвесторы спекулятивной направленности. Только очень небольшая часть этих фондов, созданных опять же крупными корпорациями, являлась долгосрочным держателем пакета акций материнской корпорации в интересах консервации контроля. Паявые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления пока вряд ли могут рассматриваться как серьезный институт в контексте процессов поглощений.

При рассмотрении особенностей техники поглощений в России необходимо указать весьма важную проблему, связанную с альтернативными источниками финансирования российских предприятий<sup>38</sup>. По сути, имеет место прямая связь между наиболее активно применяемыми приемами погло-

<sup>37</sup> По данным Центрального банка России, в начале 1998 г. в корпоративные ценные бумаги и уставные капиталы других организаций было вложено 3,9% активов коммерческих банков. Инвестиции через дочерние компании банковских холдингов не поддаются точной оценке (первые попытки ввести консолидированную отчетность предприняты в июле 1998 г.). Наибольшие проблемы при этом возникали тогда, когда банк не являлся материнской компанией холдинга, а лишь входил в финансово-промышленную группу на одном из уровней контроля.

<sup>38</sup> Отдельный интерес представляют используемые в России методы и формы финансирования сделок по враждебному поглощению предприятий, а также методы оценки компаний-целей в процессе враждебных захватов. Подробно см. об этом: РЦБ, 2001.

щений и возможностями финансирования. Проблема состоит в том, что привлечение действительно внешнего финансирования (как акционерного, так и заемного) в современных российских условиях резко повышает риск враждебного поглощения (через скупку акций, кредиторской задолженности, векселей и/или банкротство). В 1998–2002 гг. такие поглощения стали обычным явлением.

Схемы скупки акций, финансовых векселей и кредиторской задолженности, назначения «своего» несменяемого (в рамках действующего законодательства) конкурсного управляющего и банкротство в целях поглощения предприятия хорошо известны. Приведем лишь один пример.

Новацией 2001 г. стало использование товарных векселей, выпускавшихся согласно Указу Президента РФ «О товарных и финансовых векселях» в 1995–1997 гг. (см. Рубченко, 2001). Первоначально товарный вексель рассматривался как ордерная бумага, номинированная в товарах, для передачи которой достаточно индоссамента. В 1999 г. Высший Арбитражный Суд РФ после нескольких конфликтов определил товарные векселя как «долговые письменные обязательства», которые должны передаваться по договору цессии с отражением в бухгалтерской отчетности возникающей кредиторской и дебиторской задолженности. При этом просроченные более 3 месяцев долги должны были включаться в налогооблагаемую базу по налогу на прибыль. Этого не происходило, и у всех участников вексельных расчетов автоматически возникало сокрытие задолженности и уклонение от уплаты налогов. В 2001 г. эту коллизию использовала «Альфа-ЭКО» для захвата Орско-Халиловского металлургического комбината (НОСТА). Если принять во внимание, что в 1997 г., по оценкам, объем товарных векселей в обороте превышал агрегат М2 в 2,5–3 раза, то становится понятен и потенциал использования данной схемы захвата предприятия. Его естественным ограничением является лишь способность корпоративного агрессора заинтересовать региональные власти, Федеральную службу финансового оздоровления (ФСФО) и налоговые органы, т.е. мобилизовать «административный ресурс» для выявления недоимки в бюджет периода вексельных расчетов и возбуждения процедуры банкротства.

В связи с этим самовыкуп акций и искусственное создание кредиторской задолженности (с концентрацией акций или всех требований у аффилированной компании) стали распространенным способом предотвращения враждебного захвата предприятия. Очевидно, что это ведет как к подрыву возможностей самофинансирования, так и к снижению привлекательности предприятия для возможных внешних инвесторов.

Интересно в этой связи привести данные опроса ИЭПП по динамике задолженности предприятий в 1999–2000 гг. Так, среди 109 опрошенных предприятий 82 отметили уменьшение задолженности поставщикам и в бюджет в 2000 г. по сравнению с 1999 г. или ее отсутствие. Хотя на данную тенденцию действует множество факторов, она, тем не менее, может служить и косвенным подтверждением растущего осознания угрозы использования долга как инструмента корпоративного поглощения.

## **2.4. Поглощения: первый практический опыт и посткризисная «волна»**

Первый опыт враждебных поглощений в России (если говорить не о захвате контроля через различные приватизационные механизмы, а о публичных операциях на вторичном рынке) относится уже к середине 90-х гг. (см. Radygin, 1996). Рассмотрим несколько примеров.

Публичный тендер (public tender offer) по скупке 51% акций кондитерской фабрики «Красный Октябрь» летом 1995 г. стал практически первым случаем проведения операции поглощения. Покупателем выступал комбинат пищевых продуктов «КОЛОСС» (группа банка «Менатеп»). Продавцы подавали заявки на продажу анонимно. По оценке компании «Альянс-Менатеп», преимуществом этого метода стали:

- наличие единой цены и одинаковых условий для всех акционеров;
- возможность быстрого сбора необходимого пакета акций;
- оплата «по факту», т.е. после формирования необходимого пакета.

В ходе тендера цена за акцию была повышена, однако собрать необходимый пакет акций так и не удалось: акционеры не пожелали расстаться с акциями, а повышать цену еще раз было не выгодно экономически. Неудача группы «Менатеп» связана и с грамотной политикой «Красного Октября»: распыление акций среди значительного числа мелких акционеров, оперативное введение «отравленных пилюль» («poison pills»). Этот тендер выявил и ряд общих недостатков метода: отсутствие четкой законодательной базы и высокая доля косвенных расходов.

Другим примером публичного поглощения может быть покупка консорциумом (который возглавил Инкомбанк) контрольного пакета акций кондитерского АО «Бабаевское». В отличие от АО «Красный Октябрь», менеджеры этого АО не придавали значения судьбе акций на фондовом рынке, а

основной пакет был сконцентрирован у работников. Выкуп акций у последних не составил большого труда.

Можно отметить также открытый аукцион заявок на продажу акций, объявленный банком «Менатеп» по покупке 51% акций целлюлозно-бумажного комбината АО «Питкяранта» у нескольких акционеров. По условиям аукциона, максимальная цена составляла 20 долл. за акцию (на вторичном рынке – максимально 13 долл.). Этот относительно нестандартный метод поглощения также использовался в России впервые. По оценкам, данные сделки продемонстрировали слабость адаптации и результативности зарубежных технологий в российских условиях.

Имели место и покупки контрольных пакетов через биржу. В качестве примера можно привести покупку летом 1997 г. 59% акций «Владивостокского ликеро-водочного завода» компанией «Уссурийский бальзам».

Известна также попытка нефтедобывающей компании «Черногорнефть» с помощью «Salomon Brothers» разработать «программу мер по защите интересов акционеров» в случае изменения контроля над материнской структурой – нефтяной компанией «Сиданко». Последней в тот период принадлежало 37,7% акций «Черногорнефть», а сама «Сиданко» перешла под контроль «ОНЭКСИМбанка» по итогам залогового аукциона в конце 1995 г.

Наконец, еще один из известных примеров того периода может рассматриваться как характерный в контексте отношений «чужого» инвестора и региональных властей. Московская компания «Топ-Инкорп», которая предпринимала попытку создания фармацевтического холдинга, намеревалась через свою дочернюю компанию путем публичного тендера приобрести 51% акций АО «Биохимик» (Мордовия). При котировках акций около 20–25 тыс. рублей была установлена цена покупки в 70 тыс. рублей. «Оборона» была организована сразу по трем направлениям:

- акционеры (в основном работники) требовали немедленного расчета по акциям (а не по итогам тендера);
- дирекция публично запретила работникам продавать свои акции и закрыла доступ к реестру (который необходим «агрессору» для выполнения ряда обязательств перед акционерами по Закону «Об акционерных обществах»);
- правительство Республики Мордовия, помимо организации серии проверок, приостановило деятельность компании как осуществляющей дилерскую деятельность без лицензии (хотя в данном случае вряд ли могла идти речь о дилерских операциях).



В этот же период (и далее) многие крупнейшие банки (финансовые группы) и фонды портфельных инвестиций практиковали поглощения компаний в самых разных отраслях для собственных нужд и для последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам. Так, начиная с 1992 г. структуры группы «Альфа-банка» и «Альфа-капитала» осуществили более 30 сделок в области слияния и поглощения как для группы, так и для клиентов (химия, связь, стекольная промышленность, нефть и др.)<sup>39</sup>. В 1997–1998 гг. опять же в пищевой промышленности известны примеры поглощений региональных пивоваренных компаний группой «Балтика», поглощения в пищевой, фармацевтической, табачной отраслях, в производстве потребительских товаров.

В качестве разновидности слияния можно рассматривать переход на единую акцию в нефтяной компании «ЛУКОЙЛ», ставшей пионером данного процесса в нефтяной отрасли. По сути, данная процедура стала финалом интеграции, в рамках которого произошло полное слияние компании в единую финансово-экономическую структуру (дочерние компании фактически слились с холдингом). При этом акции самой НК остались относительно привлекательны и ликвидны (подробнее см. Ляпина, 1998), как и в ряде случаев полных поглощений с изъятием акций поглощенной компании (НК «Сургутнефтегаз»). НК «Сургутнефтегаз», в отличие от НК «ЛУКОЙЛ», завершала процесс технологической интеграции через серию поглощений (АО «КИНЕФ» и ряд компаний нефтепродуктообеспечения). Более подробно вопросы консолидации в добывающем секторе рассматриваются ниже.

Типичным оформлением этого процесса можно считать формальные и неформальные ФПГ (до кризиса 1998 года) и перекрестные связи (владения) вокруг крупных корпораций (особенно химия, строительство). Следует также отметить высокую политизацию этого процесса и активную роль федеральных и/или региональных властей (особенно Башкирия, Татарстан).

Одним из интересных примеров попытки захвата контроля является конфликт 1997 г. между РАО «Газпром» и группой «ОНЭКСИМбанка»–«МФК–Ренессанс». Последняя проводила интенсивную скупку акций и охоту за доверенностями на голосование для участия в общем собрании акционеров РАО «Газпром». Целью группы был захват 1 из 11 мест в совете директоров РАО «Газпром», причем в тот период это место было фактичес-

---

<sup>39</sup> По данным официального сайта банка, хотя количество указанных операций в рамках всей группы с учетом операций партнеров и аффилированных структур, очевидно, существенно больше.

ки блокирующим (остальные делились пополам между РАО и государством). Этот захват, тем не менее, не удался, группа в итоге отступила.

Поглощения в классическом виде в середине 90-х гг. проходили прежде всего в отраслях, где не требуется значительная концентрация финансовых ресурсов. Позитивный характер данной тенденции связан прежде всего с тем, что, во-первых, происходит определенное упорядочивание структуры акционерного капитала; во-вторых, это важно в силу общепотраслевого эффекта: другие предприятия также вынуждены предпринимать меры по реструктуризации, чтобы не стать объектом следующего поглощения (попытки поглощения).

Применительно к российской практике пока трудно оценивать эффективность осуществленных слияний и поглощений, прежде всего в силу отсутствия адекватных статистических данных. Тем не менее отрицательные примеры известны. Так, во второй половине 90-х гг. несколько раз обсуждались перспективы несостоявшихся слияний ряда крупнейших нефтяных компаний («ЮКСИ» и др.). В декабре 1997 г. группа российских компаний, занимающихся производством компьютеров и дистрибуцией компьютерной техники под единой торговой маркой «DVM Group», начала процесс слияния с сетью розничных магазинов компьютерной техники «Белый Ветер» (см. Андреева, 2001). Перспективы дальнейшего развития обеих компаний были существенно ограничены их специализацией, поэтому подобная вертикальная интеграция была для них весьма логична. Однако уже в феврале 1999 г. болезненный раскол привел к возвращению на рынок двух независимых компаний и полной неразберихе в обслуживании потребителей. Этот российский пример неудачного слияния стоит в ряду многочисленных разочарований, постигших за последние десятилетия инициаторов слияний и поглощений в разных концах планеты. Среди крупнейших из них, например, «Daimler–Chrysler» или «BMW–Rover». История DVM и «Белого Ветра» выглядит нормой на фоне статистики, полученной в итоге проведения международных исследований результатов деятельности организаций, образованных путем слияния или поглощения (см. график 1 Приложения 2).

Посткризисная финансовая ситуация способствовала ускорению темпа слияний и поглощений в тех секторах экономики, где потенциальная готовность к этому уже имела до кризиса. Это прежде всего пищевая и фармацевтическая отрасли, черная и цветная металлургия и др. (Камстра, 1998). В качестве основных специфических черт этого потенциального процесса можно выделить:

- существенная активизация этих процессов в тех отраслях, где

поглощения не требуют значительной концентрации финансовых ресурсов;

- акцент в политике поглощений на те компании, которые сравнительно дешевы в конкретный момент времени и могут усилить независимость покупателя от внешней среды;
- высокая степень рационализации этих процессов (в отличие от докризисной общепринятой политики захвата любых потенциально прибыльных объектов);
- возможность увеличения числа международных слияний и поглощений, связанная с низкой стоимостью и финансовыми проблемами российских компаний в условиях финансового кризиса;
- сохраняющаяся оппозиция региональных властей в тех случаях, когда «агрессор» не связан с местной региональной элитой;
- появление благоприятных общепромышленных стимулов для упорядочивания структуры акционерного капитала (под угрозой враждебного поглощения) в затронутых отраслях.

Финансовый кризис 1997–1998 гг. заметно активизировал рассматриваемые процессы. Некоторые держатели пакетов, включая эмитентов, попытались улучшить финансовое положение за счет сброса акций, сократить издержки или продать подразделения, которые требовали значительных ресурсов. Многие коммерческие банки и финансовые группы, оказавшись на грани или в процессе банкротства, рассматривали возможность расчета по своим обязательствам за счет переуступки принадлежащих им пакетов акций в реальном секторе или попыток уступки неликвидных пакетов.

Напротив, в рамках приватизационных продаж отдельные держатели пакетов попытались консолидировать имеющиеся пакеты в интересах контроля с минимальными затратами. Некоторые инвесторы, в свою очередь, активизировали свою деятельность в силу резкого обесценения корпоративных бумаг. По оценкам, посткризисная волна стала, по сути, способом роста промышленных групп, основанным на вложении увеличившихся прибылей для получения новых уже на ином уровне деятельности.

Тем не менее главным стимулом для активизации процесса слияний и поглощений в первые посткризисные годы (с учетом специфики перераспределительных процессов) стала продолжающаяся консолидация акционерного капитала.

## **2.5. Слияния и поглощения в контексте консолидации и реорганизации крупных российских групп (холдингов)**

### *2.5.1. Предпосылки консолидации и реорганизации*

Как известно, в результате массовой приватизации в России юридическая собственность на крупные российские компании перешла в руки, во-первых, мелких акционеров, преимущественно сотрудников предприятий. Во-вторых, владельцами средних по размеру пакетов акций стали иностранные инвесторы как единственные участники приватизации, обладающие достаточными средствами для покупки акций на приватизационных аукционах. Третьим владельцем акций приватизируемых предприятий осталось государство, сохранившее контрольный пакет акций компаний в ряде стратегических отраслей экономики, в первую очередь в нефтяной, газовой, металлургической отраслях.

После передачи крупных или контрольных пакетов акций стратегических предприятий в руки частных инвесторов в 1996–97 гг. в ходе залоговых аукционов и инвестиционных конкурсов сложились предпосылки к началу рыночного или, точнее, негосударственного перехода прав собственности между экономическими агентами. В это же время сложились основные финансово-промышленные образования (партнерства или «личные интересы»), которые играют основную и возрастающую роль в современной российской экономике: группы «Альфа», «ЛУКОЙЛ», «МДМ», В.Потанина и партнеров, М.Ходорковского и партнеров, Р.Абрамовича и партнеров, М.Черного/О.Дерипаски и ряд других. Данные группы выделены по принципу многорегиональности деятельности – например, группа М.Шаймиева, группа Ю.Лужкова, группа В.Богданова («Сургутнефтегаз»), группа В.Штырова (АЛРОСА) по масштабам деятельности превосходят некоторые из перечисленных, но их деятельность практически полностью сосредоточена в подконтрольных хозяевам этих групп регионах, за пределами которых их влияние на перераспределение собственности минимально.

Получив в свое распоряжение частичный контроль над одним или несколькими крупными предприятиями, перечисленные и другие группы оказались перед следующей задачей, которую поставили перед ними наследие массовой приватизации и российские налоговые и валютные ограничения:

- в руках группы первоначально находился сравнительно небольшой процент собственности на подконтрольные предпри-

ятия (в результате многоступенчатой модели приватизации в руках владельцев 49% акций ТНК, например, первоначально находилось только чуть более 12% акций добывающих предприятий, являющихся собственно владельцами всех основных фондов и лицензий на добычу нефти);

- действующая налоговая система позволяла владельцам компаний – физическим лицам перечислять на личные счета около 10% от прибыли, получаемой подконтрольными им предприятиями (без учета доли, причитающейся миноритарным акционерам) – как если бы они полностью легально вели бизнес, продавая продукцию по реальным рыночным ценам и выводили прибыль из компании в форме дивидендов. После «честного» раздела прибыли с миноритарными акционерами на долю контролирующих акционеров приходилось бы, в зависимости от компаний, от 2 до 5% прибыли;
- требовались существенные финансовые ресурсы на реорганизацию системы управления подконтрольными компаниями, «стимулирование» местных и федеральных чиновников, борьбу с криминальными группировками в регионах или улаживание отношений с ними. Естественно, требовались также и существенные инвестиции собственно в производство, а также в приобретение предприятий – смежников, которые в результате массовой приватизации оказались самостоятельными компаниями;
- в ряде случаев контролирующим группам требовались также ресурсы для расчетов по кредитам, полученным для покупки контроля над предприятиями.

Очевидным путем решения данной задачи, который взяли на вооружение контролирующие предприятия группы, являлось:

- концентрация прибыли за рубежом путем трансфертного ценообразования с последующей конвертацией рублей и незаконного или серого вывоза валюты (крупные западные банки и оффшорные финансовые структуры, схемы с покупкой российскими резидентами «ценных бумаг» у нерезидентов), а также путем вывода прибыли через внешний и внутренний толлинг и занижение экспортных цен;
- после того, как полученные таким образом средства поступали в подконтрольные оффшорные компании, они распределя-

лись соответственно приоритетам групп. В некоторых ситуациях деньги выводились на личные счета хозяев групп, но в большинстве случаев крупные группы, перечисленные выше, расходовали их главным образом на «производственные» цели (собственно, поэтому такие группы и стали крупными, а не исчезли с российского экономического горизонта вместе с хозяевами).

«Производственное» использование средств, помимо перечисленных выше «необходимых» вложений, включало в себя участие в укреплении степени юридического контроля и параллельное увеличение доли собственности на подконтрольные предприятия. В 1997–2001 гг. на выкуп долей миноритарных, а в ряде случаев и контролирующих акционеров, крупные группы потратили миллиарды долларов. Следует отметить, что эти средства в подавляющем большинстве безвозвратно ушли из России: получившие их предприниматели первой волны ушли на покой и, если и вкладывают средства куда-либо, то, как правило, максимально далеко от России. Другой группой акционеров, акции которых контролирующим группам пришлось выкупать, стали иностранные инвесторы, получившие пакеты акций в ходе первой волны приватизации и активно защищающие свои интересы в судах, прессе, и т.п.

Кроме выкупа акций, контролирующие группы сокращали миноритарные интересы в компаниях и другими способами – путем размыwania долей миноритарных акционеров в ходе дополнительных эмиссий акций, банкротства подконтрольных предприятий (предварительно получая контроль над основной суммой кредиторской задолженности), проводя обмены акций в свою пользу.

Сравнительная легкость этого процесса концентрации своих экономических интересов была связана с крайне низкой ценностью миноритарных пакетов акций – практически вся прибыль компаний концентрировалась контролирующими группами «на калмыках», в безналоговых зонах, фирмах-однодневках, зарубежных трейдерах и толлингерах. Капитализация большинства российских компаний была крайне мала отчасти в связи с таким «ограблением» компаний, а отчасти в связи с полным упадком рынка после кризиса 1998 г. и ухода из России практически всех иностранных инвесторов.

### *2.5.2. Общая тенденция к интегрированным структурам и стратегия поглощений*

В посткризисный период проблема слияний и поглощений стала особенно актуальной. Процесс слияний и поглощений, первоначально инициированный крупнейшими нефтяными компаниями, в 2000–2001 гг. был наиболее характерен для металлургии, химии, угольной отрасли, машиностроения, пищевой и лесной промышленности.

В результате изменения макроэкономических условий в течение последних двух лет появились рентабельные нефинансовые предприятия с достаточно большими потоками свободных денежных средств (см. Беленькая, 2001). В то же время они сталкиваются с объективными ограничениями для дальнейшего роста за счет вынужденного взаимодействия с неплатежеспособными потребителями продукции, завышающими стоимость сырья поставщиками, конкурентами из той же отрасли. Формируются межотраслевые технологические цепочки, предназначенные для более эффективного управления активами. Цели – получение синергетического эффекта за счет экономии «на масштабе», снижения издержек на управление, финансирование, маркетинг; совершенствование технологических цепочек; увеличение доли рынка.

Прежде всего необходимо отметить новую и в целом позитивную тенденцию перехода от сравнительно аморфных образований типа конгломератов к вертикально интегрированным структурам более однородного типа, имеющим четкие организационно-правовые границы. Этот процесс в наиболее явном виде отмечен в нефтяной и металлургической отраслях, но существуют примеры в химической, пищевой промышленности, гражданском авиастроении, ряде секторов ВПК (хотя в последнем многолетние попытки создания или, точнее, восстановления вертикально-интегрированных структур «сверху» пока не стали успешными).

Изменились и критерии формирования таких структур (в отличие от прежних ФПГ):

- технологическая и финансово-экономическая целесообразность присоединения новых активов (предприятий);
- существенно более высокий уровень корпоративного контроля дочерних структур (75% и выше);
- организационно-правовая трансформация (в т.ч. слияния, консолидация в рамках и между холдингами, переход на единую акцию в холдингах др.).

Еще одна важная особенность состоит в том, что если ранее компании

предпочитали скрываться за оффшорами, то теперь они нередко раскрывают себя в крупных сделках (оценка МАП РФ). Тем не менее причины легализации активов собственниками во многом остаются неясными. По оценкам, максимальная прозрачность бизнеса может быть связана с подготовкой к продаже.

Процесс вертикальной консолидации (нефть, газ, химия, металлургия) обеспечивает концентрацию добывающих и перерабатывающих производств<sup>40</sup>. Он наиболее характерен для отраслей со значительным числом технологических переделов и позволяет максимизировать совокупный доход группы за счет контроля над всей цепочкой, производящей добавленную стоимость (в том числе с учетом специфики «оптимизации» налогов и финансовых потоков в рамках группы).

При этом происходит выход базирующихся в добывающих отраслях групп, во-первых, в технологически связанные сектора, во-вторых, в рентабельные сектора промышленности и, с некоторых пор, АПК. Наиболее показательны в этой связи поглощения металлургическими компаниями машиностроительных, авиастроительных и автомобильных предприятий, экспансия нефтегазовых холдингов в химическую отрасль, растущий интерес ряда крупнейших групп к аграрному сектору («ЛУКОЙЛ», «Интеррос») и розничной торговле («ЮКОС», «МДМ», «БИН»).

Существуют различные точки зрения об эффективности вертикальной интеграции в России (см., например, Бендукидзе, 2001). В частности, указывается на тот факт, что вертикальная интеграция эффективна на коротких отрезках времени и только при локальных дефектах рынка (ограничивающие конкуренцию заградительные пошлины, монопольное производство сырья, ноу-хау и др.).

Тем не менее очевидное преимущество вертикальной интеграции в России связано, в том числе, с процессом перераспределения собственности. Перехват контроля над поставщиком или потребителем означает остановку всей вертикально-интегрированной цепочки (если ставится задача оказать давление). Случаи «сырьевого» давления на конкурентов или на акционера, не желающего уступить контроль, многочисленны и хорошо известны. Например, заметная активизация интереса к угольным компаниям в 2000–2002 гг. (прежде всего со стороны предприятий черной и цветной металлургии) прямо связана со стремлением регулировать объемы добычи,

---

<sup>40</sup> Здесь и ниже используются данные: «Эксперт-2000»: ежегодный рейтинг крупнейших компаний России (Эксперт, 2001, № 35).



поставки и цены, а также обеспечить эффективное давление на электроэнергетические компании.

*Горизонтальная консолидация (интеграция)* предполагает расширение доли группы на рынке, прежде всего за счет поглощения региональных предприятий аналогичного профиля (холдинги «Красный октябрь», «Бабаевский», объединение «СладКо» в пищевой отрасли, пивоваренная компания «Балтика» и др.). Среди преимуществ объединения – экономия издержек производства и сбыта, сокращение налоговых выплат.

В рамках крупных групп продолжается строительство вертикально- и горизонтально- интегрированных «субхолдингов». Например, группа «МДМ», начавшая активную экспансию в промышленности сравнительно недавно, к 2002 г. владела тремя крупными отраслевыми субхолдингами – Минерально-химическая компания, Угольная энергетическая компания, Трубная металлургическая компания. В машиностроении процесс формирования холдинговых структур происходил в 2000–2001 гг. как по инициативе крупнейших многоотраслевых групп («извне»), так и на базе самостоятельных и крупных машиностроительных структур (ТВЭЛ, группа Бендудке, «Силовые машины», «Новые программы и концепции», «Сибирский алюминий» и др.).

Тем не менее гигантские конгломераты и многоуровневые холдинги с паритетным управлением бизнесом, основанные на множественных экономических личных интересах и политических связях, вряд ли станут реальной перспективой в рамках институционально-структурной трансформации российской промышленности.

Как известно, в 2000–2001 гг. значительное внимание экспертов привлекал масштабный процесс формирования конгломерата, связываемого с деятельностью Р.Абрамовича, И.Махмудова, М.Черного, О.Дерипаски, «ЕвразХолдинг», «Группы МДМ» и других. Его структура не являлась четко оформленной, видимо в силу продолжающейся экспансии и принятых управленческих принципов. Субхолдинги, управление которыми осуществляют партнеры, доверенные менеджеры или сохранившие свои доли в акционерном капитале прежние менеджеры, ставшие «младшими» партнерами, контролировали значительные сегменты медной промышленности, черной металлургии, угольной отрасли, алюминиевой отрасли, автомобилестроения. Хотя нет (и не может быть) убедительных данных, основанных на смене имущественных и финансовых интересов партнеров, развал этого конгломерата в 2001 г. воспринимается как данность.

Помимо утраты политических связей, начавшейся волны компромата

внутри страны и из-за рубежа, развал столь внешне неопределенной структуры может быть связан с более серьезными противоречиями, как раз и обусловленными «системой партнерства» (подробно см. Радыгин, Сидоров, 2000). Система партнерства предполагает ориентацию на текущие краткосрочные доходы, и, соответственно, возникают проблемы согласования и осуществления долгосрочной инвестиционной стратегии.

Существует немало примеров 2001 г. *агрессивной стратегии групп при поглощении компаний*, основанной на элементарной дискредитации прежнего менеджмента и использовании «административного ресурса»<sup>41</sup>.

Пример 1. Автомобилестроение.

Логика действий ИПГ «Сибал» при поглощении автомобилестроительных предприятий описывается следующим образом: 1) массированная PR-компания по дискредитации предприятия и его менеджеров с целью снижения стоимости будущей сделки; 2) переговоры с местными властями о «стратегическом сотрудничестве и инвестировании» с подключением высших федеральных чиновников, предложение выплатить долги и поддержать избирательную кампанию; 3) покупка контрольного пакета с последующей сменой менеджеров и изменениями в совете директоров; 4) «расчистка» долгов и вывод ликвидных активов в новую компанию в рамках холдинговой структуры.

Пример 2. Химия.

Группа «МДМ» при поглощении, например, АО «Невиномысский азот» (Ставропольский край)<sup>42</sup> также использовала стандартные для российской практики методы. Общий план поглощения предусматривал: 1) скупку на вторичном рынке около 30% акций; 2) смену генерального директора; 3) покупку на конкурсе 21,8% акций, оставшихся в собственности

---

<sup>41</sup> Авторы отдадут себе отчет в том, что многие источники информации, описывающие те или иные корпоративные события, часто субъективны и отражают интересы только одной стороны, тем самым становясь самостоятельным инструментом корпоративного давления. При отборе конкретных примеров для целей объективности изложения авторы стремились использовать только бесспорные факты или несколько источников, в совокупности отражающих противоположные позиции. Помимо имеющихся в распоряжении авторов собственных данных, использовались данные из сайтов эмитентов и иных ресурсов Интернета, периодических изданий издательского дома «Коммерсантъ», «Финансовая Россия», «Ведомости», «Эксперт», «Финансовые известия», «Компания», «Журнал для акционеров», «Рынок ценных бумаг» и ряда других.

<sup>42</sup> В минерально-химическую компанию группы входят также Ковдорский ГОК (Мурманская область) и АО «Фосфорит» (Ленинградская область).

государства. Реализация этой схемы сопровождалась дополнительными мерами: дискредитация в прессе действующего генерального директора<sup>43</sup> и его арест налоговой полицией, проведение внеочередного собрания «на территории» группы в Мурманской области, недопуск милицией на собрание «посторонних» акционеров (частных и представляющих государство) в связи с «нарушением паспортного контроля».

Пример 3. Торговля.

Интересна также история поглощения 23 крупных московских универмагов («Краснопресненский», «Вешняки» и др.) с использованием технологий искусственного банкротства (Беленькая, 2001). Поставщик-«захватчик» ООО «АН РОСбилдинг» поставлял магазину товары на реализацию на общую сумму, подпадающую под применение Закона «О банкротстве» (50–60 тыс. руб.) с отсрочкой платежа. Затем подставная фирма «гасила» долг магазина поставщику и «исчезала» (закрывала счета и меняла адрес). Универмаг автоматически становился должником этой фирмы, которая через 3 месяца обращалась в суд с иском о банкротстве по просроченному долгу. В ряде случаев дело заканчивалось применением процедуры банкротства, отстранением директора и переходом к «захватчикам» прав собственности на бизнес (универмаг «Краснопресненский»).

Пример 4. Металлургия.

В качестве еще одного яркого примера (связанного в том числе с проблемой инфорсменты) можно привести конфликт «Альфа-групп» и Таганрогского металлургического завода в Ростовской области. Хотя менеджменту завода и аффилированным структурам принадлежал в совокупности контрольный пакет акций (51%), «Альфа-Эко» использовала уже не раз апробированные приемы захвата, предполагающие приобретение миноритарного пакета (с последующим наращиванием) и использование пресловутого «административного ресурса» федерального уровня (запуск судебных процедур по любому возможному поводу, проверки прокуратуры, Счетной пала-

---

<sup>43</sup> Вне зависимости от конкретного примера сюжет интересен сам по себе. В июле 1999 г. руководство комбината учредило некоммерческое партнерство «Содружество» для «представления интересов своих членов в органах управления». Членами партнерства стали все работники комбината, причем предусматривалась утрата членства при увольнении с комбината. В 1999–2000 гг. партнерство получило от комбината 2 беспроцентных займа на общую сумму 160 млн рублей, которые были использованы для выкупа порядка 10–16% акций комбината.

ты, МВД, ФСБ, ФКЦБ, налоговых и антимонопольных органов). Региональные власти перед губернаторскими выборами заняли нейтральную позицию. Итогом стало включение в совет директоров завода 2 представителей «Альфа-ЭКО» (при том, что решение признается легитимным, если за него голосовали 10 из 11 членов), а также обязательство завода ежегодно переводить большую часть прибыли на дивиденды.

Металлургическая отрасль является одним из наиболее интересных примеров, позволяющих понять наиболее важные институциональные тенденции в корпоративном секторе в 2000–2002 гг.

Во-первых, процесс концентрации собственности перешел на новый уровень. В 90-е гг. (после приватизации) процесс концентрации акционерного капитала шел преимущественно в рамках одного (базового) предприятия. Деятельность т.н. ФПГ (формальных и неформальных) в этой связи не показательна, ибо их имущественная стратегия обычно носила хаотичный характер и не имела технологической основы. В 1999–2000 гг. началась активная внешняя экспансия «базового» предприятия и концентрация собственности в рамках вертикально-интегрированной группы. В определенном смысле можно говорить о преодолении последствий приватизации, разорвавшей прежние отраслевые и межотраслевые технологические связи. Фактически происходит «сборка» прежних советских концернов и объединений, но уже на основе частной собственности и с освобождением от лишних структур.

Во-вторых, крупнейшие группы завершают этап открытой конфронтации и переходят к политике формирования альянсов. Это касается как сырьевой базы, так и договоренностей о поглощении оставшихся «на свободе» предприятий металлургической и сопряженных отраслей. Примером в первом случае может быть намерение «СУАЛ-холдинг» и «Русского алюминия» осуществить совместный проект по строительству глиноземного завода в Республике Коми для переработки бокситов Средне-Тиманского месторождения. Во втором случае речь идет об априорном разделе остающейся собственности во избежание дорогостоящих конфликтов (при фиксации уже существующих имущественных интересов). Существенно, что владельцы (менеджеры) остающихся сравнительно небольших предприятий фактически сдались и готовы продать свои доли, хотя ранее уровень сопротивления был крайне высок (в том числе жалобы в МАП).

В целом, с точки зрения формирования реальных полюсов контроля, в корпорациях продолжается процесс консолидации рычагов власти и управления бизнесом (необязательно основанных на владении акциями) у узких

групп партнеров – реальных владельцев. Не исключено даже, что начавшиеся процессы консолидации акций могут стать лишь промежуточным звеном к преобразованию в закрытые акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью. В некоторых крупнейших (частных) компаниях вопрос о такой реорганизации рассматривается в прикладном плане. Явный или закамуфлированный процесс концентрации собственности (контроля) в российских корпорациях является ключевой среднесрочной тенденцией, которая должна быть принята во внимание и при разработке мер государственного регулирования

В целом внутри- и межотраслевая экспансия крупных групп, базирующихся в добывающих отраслях, по всей вероятности, близка к своему порогу. Это связано, во-первых, со сравнительно небольшим количеством «свободных» привлекательных объектов, остающихся доступными для приобретения у частных контрагентов (в том числе приватизаторов «первой волны») или государства, и не входящих в сферу влияния конкурирующих групп. Как показывают данные по приватизации, государство распродало почти все активы в нефтяной, угольной, алюминиевой отраслях, черной металлургии. Определенные перспективы связаны со сравнительно ограниченным числом неприватизированных объектов (например, атомная отрасль, генерирующие мощности электроэнергетики, объекты МПС) и зарубежной экспансией крупнейших компаний. Во-вторых, в течение 1–2 ближайших лет вероятно исчерпание финансовых ресурсов, возникших после кризиса 1998 г. прежде всего в нефтяном и металлургическом секторах и ставших основой для имущественной экспансии 1998–2001 гг.<sup>44</sup>

Несмотря на позитивные сдвиги в законодательстве, исполнение законодательства (урегулирование корпоративных конфликтов, в том числе при поглощениях и «двоевластии»), как и в прежние годы, периодически происходит с помощью вооруженных подразделений (частных охранных структур, судебных приставов и др.). Обычно окончательное решение (в случае, если конфликт носит локальный характер) происходит в пользу стороны, заручившейся поддержкой региональной администрации и мобилизовавшей работников. В 2000 г. самыми известными примерами стали московские ОАО «Кристалл» и ГУП «Мосхимфармпрепараты», кондитерский концерн «Бабаевский», Качканарский ГОК, АО «Уралхиммаш», Камышловский завод строительных материалов (Свердловская область) и другие. Среди примеров 2001 г. – Салдинский металлургический завод (монополист рельсо-

---

<sup>44</sup> Тем не менее, по ряду оценок, «покупательный потенциал» «Сургутнефтегаза» составляет порядка 4 млрд долл., «ЮКОСа» – 2,5–3 млрд, «ЛУКОЙЛа» – 1,5 млрд.

вых стыков, Свердловская область), Усть-Илимский ЛПК (1/3 российской целлюлозы, Иркутская область), Ступинский металлургический комбинат (цветные металлы и жаропрочные стали, Московская область)<sup>45</sup>, «Альстом-Свердловский электромеханический завод (энергетическое оборудование, Свердловская область), Псковский завод тяжелого электросварочного оборудования и другие, АО «Карабашский медеплавильный комбинат» – ЗАО «Карабашмедь» (черновая медь, Челябинская область).

Вместе с тем определенная стабилизация в сфере имущественных интересов (в определенном смысле – посткризисная фиксация сфер имущественных интересов) создает предпосылки для нового этапа враждебных поглощений. Как дефицит «свободных» объектов для захвата, так и постепенное исчерпание свободных финансовых ресурсов, позволяют предположить, что стиль поглощений в ближайшие годы будет в большей мере «административным», с использованием долговых схем, судебных исков о ничтожности ранее состоявшихся сделок и т.п.

В этой связи интересным примером может быть ситуация с Заволжским моторным заводом (ЗМЗ), основным поставщиком двигателей для ГАЗа. По оценкам, около 65% акций ЗМЗ принадлежит аффилированным структурам «Северстали». ГАЗ, входящий в группу «Сибал», может рассчитывать на пакет около 9,4% акций. Обе группы – «Сибал» и «Северсталь» (последняя, видимо, формально, уже будучи реальным владельцем) – получили разрешения МАП РФ на приобретение контрольного пакета акций ЗМЗ. Очевиден интерес «Сибала», создающего автомобильный холдинг и заинтересованного в избавлении от необходимости согласовывать цены на двигатели с конкурентами. В то же время «Северсталь» имеет свои интересы в автомобилестроении (Ульяновский автозавод) и не намерена расставаться с активами. Рынок необходимого количества акций предложить не может, и единственным легальным способом консолидации для ГАЗа являются иски о признании ряда имевших ранее место сделок ничтожными<sup>46</sup>.

Единственным предприятием автомобилестроения, не поглощенным пока крупнейшими холдингами, остается АО «АвтоВАЗ». После урегулирования проблемы долгов федеральному бюджету в 2001 году находящийся в

<sup>45</sup> Данный конфликт некоторые наблюдатели рассматривают в более общем контексте: возможного формирования холдинга спецсплавов на базе компаний, контролируемых «Газпромом», и/или попытки установления косвенного контроля за деятельностью АО «Пермские моторы».

<sup>46</sup> Вполне вероятно также, что в основе конфликта – ценовая политика сторон (ЗМЗ поставляет на ГАЗ двигатели, ГАЗ поставляет на ЗМЗ комплектующие для двигателей).

залоге у государства контрольный пакет акций завода должен быть либо аннулирован, либо реализован. В течение 2001 г. стоимость обыкновенных акций АО «АвтоВАЗ» возросла в 10, привилегированных – в 15 раз, что, по оценкам, свидетельствует об интенсивной скупке в преддверии поглощения.

Доминирующими институциональными процессами ближайших лет в значительной степени остаются консолидация и реорганизация активов.

### 2.5.3. Консолидация и реорганизация

В целом процесс структурных изменений в российских компаниях (различные типы реорганизации в юридическом смысле) развивается достаточно интенсивно. По данным МАП РФ, число различных операций, связанных со структурными изменениями, составило в 1997 г. – 5000, 1998 г. – около 9000, 1999 г. – около 11 000, 2000 г. – около 16 000, 2001 г. (прогноз) – свыше 20 000 (см. также табл. 3 Приложения 1).

Консолидация собственности в рамках групп связана со стремлением реальных владельцев выстроить максимально управляемую корпоративную структуру (в терминах корпоративного контроля), не подверженную непредсказуемым воздействиям «чужих» акционеров, включая поглощение и корпоративный шантаж.

Реорганизация, в свою очередь, является лишь следствием экспансии и консолидации группы и формирования многоуровневых холдинговых структур. Спонтанный процесс расширения сфер влияния группы и достижение почти абсолютного корпоративного контроля в дочерних компаниях (субхолдингах) требует в определенный момент юридического оформления всей структуры, приемлемого для конкретных бенефициаров, и именно в этом контексте термин используется ниже.

В настоящее время существует, по крайней мере, четыре основных типа юридического оформления существующих групп:

- формально прозрачная структура собственности в холдинге («ЛУКОЙЛ» и другие нефтяные холдинги после перехода на единую акцию, «ТНК-Интернэшнл»);
- центральной структурой холдинга является управляющая компания, учрежденная номинальными владельцами материнской холдинговой компании (или активов группы, оформленных реальными владельцами на различные оффшорные компании) и получившая доверенности на управление активами («группа акционеров» «Сибнефти» после реорганизации в 2001 г., кондитерский холдинг «СладКо»);
- «оболочечный» холдинг, фактически функционирующий как

единая структура с реальными управленческими полномочиями, но в котором ни контролирующий акционер центральной компании холдинга, ни сама центральная компания не являются владельцами дочерних предприятий. Последние выведены в иные – юридически не связанные с холдингом – структуры (нефтехимический холдинг «Сибур»);

- группа, предусматривающая различные уровни вовлеченности участников. Например, в рамках кондитерской группы «СладКо» действует некоммерческое партнерство «СладКо», объединяющее ряд предприятий. Одновременно, как единая компания, создается ОАО «КО «СладКо», к которому присоединяются принявшие соответствующие решения предприятия (их акционеры).

Дополнительные нюансы связаны с регистрацией головной компании в виде ООО или ЗАО, или за рубежом. Несмотря на такие явные различия в прозрачности структуры всего холдинга (группы), общая особенность практически всех (даже структурно прозрачных и согласовавших свою структуру с МАП РФ) групп – бенефициарное владение или, что в условиях России практически синонимично, юридическая идентификация фактических полюсов контроля.

Применительно к проблемам корпоративного управления этот вопрос имеет значение в той мере, в какой деятельность фактических контролирующих собственников (и их менеджеров) может осуществляться в ущерб иным группам акционеров (дивиденды, трансфертное ценообразование, занижение экспортных цен, вывод активов и др.). Очевидно, что 100-процентная консолидация активов группы у контролирующего собственника снимает этот вопрос применительно к частным миноритариям и управлению государственными долями, однако, остается набор проблем в рамках взаимоотношений группы с государством (налоги, вывоз капитала и др.).

Важно отметить, что в крупнейших компаниях России процесс реорганизации – объективная необходимость для дальнейшего долгосрочного развития. Тем не менее, по оценке Института корпоративного права и управления, он происходит при различном уровне «прозрачности» (с точки зрения интересов мелких акционеров). Можно выделить три типа этого процесса (по крайней мере, на первичной стадии этого процесса в указанных компаниях): мелкие акционеры поставлены перед фактом и происходит консолидация (РАО «Норильский никель» и НК «Сургутнефтегаз»); мелкие акционеры проинформированы, но не привлечены изначально к подготовке прог-



раммы, и осуществляется реструктуризация (РАО «ЕЭС России»); информирование и привлечение мелких акционеров к разработке программы (в сфере телекоммуникаций). Необходимо также учитывать, что многие проблемы реструктуризации крупнейших холдингов связаны с последовательностью их создания и приватизации (например, «двойная» приватизация нефтяных компаний).

Как и в случае экспансии, процессы консолидации и реорганизации касаются прежде всего добывающих отраслей. Показательным примером является консолидация 100% акций добывающих предприятий ТНК, фактически завершенная к январю 2002 г. До начала процесса консолидации холдинг являлся владельцем от 51 до 71% голосующих акций дочерних компаний. Первоначально предусматривалась классическая схема – дополнительная эмиссия акций холдинга и обмен на акции дочерних компаний. Затем в нее внесли изменения, предусмотрев несколько этапов: до 1 декабря 2001 г. акционеры дочерних компаний имели право обменять свои акции на ценные бумаги ТНК, в течение декабря – продать ТНК дробные акции, появившиеся в результате консолидации акций компаний (данный механизм не закончен с 1 января 2002 г.). По оценкам, условия выкупа были благоприятны для миноритариев, а доля миноритариев в самой ТНК возросла с 0,1 до 3%, или 13 000 акционеров. В 2002 г. предполагается консолидация 2 нефтеперерабатывающих и 6 сбытовых компаний холдинга, в которых доля холдинга превышает 75%.

Одновременно завершена юридическая реорганизация холдинга (по имеющимся данным, согласованная с МАП РФ). 97% акций ТНК находятся в собственности «ТНК-Интернэшнл», которая паритетно учреждена (в Лондоне) в конце 2001 г. партнерами/владельцами «Альфа-групп» и «Ренова»<sup>47</sup>.

Не менее показательна – в контексте консолидации как общей тенденции и соответствующих перспектив фондового рынка России – негативная позиция «ТНК» в отношении выхода на внутренний рынок акций по завершении консолидации. В качестве мотивов фактической закрытости компании и отказа от публичного обращения акций называются: минимальное число миноритариев, опасения скандалов и корпоративного шантажа в ущерб репутации, нежелание в качестве ориентира использовать более «дешевые» внутренние котировки.

Если «ТНК» и «ЛУКОЙЛ» (которая, собственно, первой еще в 1997 г.

---

<sup>47</sup> Ранее партнеры/владельцы «Альфа-групп» и «Ренова» контролировали ТНК через 3 дочерних ЗАО, созданных также на основе паритетного участия, – «Новые приоритеты» (49,86%), «Новый холдинг» (40%), «Нью Петролеум Файненс» (10,1%).

осуществила консолидацию через обмен своих акций на акции дочерних компаний и преобразовала затем последние в ООО) смогли провести консолидацию практически без конфликтов с миноритариями, «Сибнефть», «ЮКОС» и «ОНАКО» оказались вовлечены в серию судебных разбирательств. Прежде всего речь идет о претензиях мелких акционеров, отказавшихся участвовать в обмене, касательно злоупотреблений главного контролирующего акционера (холдинга). Хотя механизм выкупа дробных акций часто рассматривается как неконституционный (принудительное изъятие собственности без суда, что противоречит ст. 35 Конституции РФ), наличие конфликта с миноритарными акционерами чаще всего обусловлено финансовыми условиями выкупа или тривиальным корпоративным шантажом.

Осенью 2001 г. завершилась реорганизация «группы акционеров «Сибнефти» (группы Абрамовича)». Все активы группы (88% акций «Сибнефти», 50% акций «Русского алюминия», 26% акций «Аэрофлота» и др.) переданы в управление учрежденной самой группой в Лондоне компании «Millhouse Capital». Предполагается, что компания будет выступать по доверенности на управление пакетами акций как представитель собственника, однако не сможет участвовать в непосредственном управлении самими компаниями (т.е. вариант имущественного траста).

Таким образом, во-первых, происходит формальная юридическая реорганизация и легализация владений группы. Определенный рост прозрачности структуры активов группы, тем не менее, ни в какой мере не связан с формальной идентификацией бенефициаров – физических лиц.

Во-вторых, более четко вырисовывается новая трехступенчатая система «партнерской» организации бизнеса. «Millhouse Capital» непосредственно управляет всеми пакетами акций «группы Абрамовича», на паритетных началах с инвестиционно-промышленной группой «Сибал» – лишь совместно приобретенными активами (Усть-Илимский ЛПК, «Иркутскэнерго» и др.), совместно с ГНК «Нафта-Москва» и «Сибалом» – группой «Автобанка» («Автобанк», «Ингосстрах», «Носта»).

Выстраивание такой группы, адекватной по своей экономико-финансовой мощи возможностям «Альфы» или «Интерроса», возможно, является альтернативой отмеченному выше развалу системы партнерских интересов в рамках неформального конгломерата, связывавшегося в 2000–2001 гг. с деятельностью Р.Абрамовича, И.Махмудова, М.Черного, О.Дерипаски и других. Тем не менее, как и в случае указанного конгломерата, нет никаких убедительных данных об устойчивости описанной структуры (существуют данные, в частности, о планах перепродажи финансовых активов).

При этом происходит определенное размежевание интересов прежних партнеров и, вероятно, отстранение «группы Дерипаски» от непосредственного управления активами, не имеющими прямого отношения к современной сфере интересов «Сибала», включая «Русал».

Одновременно происходит реорганизация группы «Сибал», которая (после перевода алюминиевых активов в «Русский алюминий») с 2000 г. зарегистрирована как инвестиционно-промышленная группа и сосредоточилась на поглощении автомобилестроительных, машиностроительных и угольных компаний. Субхолдинг АО «Руспромавто» контролирует ГАЗ и 4 автобусных завода. В 2001 г. группа получила контроль в ОАО «Брянский арсенал» (60% рынка автогрейдеров, 30% рынка асфальтоукладчиков и полуприцепов-трейлеров), приобрела контрольный пакет акций АО «УралАЗ», включив в сферу своих интересов производство большегрузных автомобилей<sup>48</sup>.

В 2002 г. может быть завершена консолидация дизелестроительных предприятий Ярославской области. Угольные компании принадлежат другой дочерней структуре холдинга АО «Союзметаллресурс». Предполагается расширение числа субхолдингов с отраслевой специализацией (авиастрое-ние, лесная промышленность, энергетика, горнорудное дело).

Завершилась реорганизация и в «паритетном» владении групп Абрамовича и Дерипаски – холдинге «Русский алюминий», основанном в виде ООО в марте 2000 г. По ряду мотивов свою деятельность холдинг начал в апреле 2001 г., получив разрешение МАП РФ вместе с предписанием завершить консолидацию промышленных активов к декабрю 2001 г. Хотя холдинг контролирует производство более 70% российского и 10% мирового алюминия, схема формирования этой структуры формально дала возможность МАП РФ не рассматривать деятельность вовлеченных предприятий в качестве единой компании. В соответствии с предписанием МАП РФ, к концу 2001 г. в уставный капитал холдинга были внесены собственно алюминиевые активы (акции 10 предприятий), ранее оформленные в оффшорных компаниях.

В 2001 г. началась реорганизация активов группы «Интеррос». Помимо самостоятельной реструктуризации РАО «Норильский никель», в рамках группы более четко разграничены стратегические прямые активы и порт-

<sup>48</sup> Интересен факт подписания в мае 2001 г. соглашения с губернатором Челябинской области П.Суминым о предоставлении «Сибалу» режима наибольшего благоприятствования при поглощениях в регионе. Помимо «УралАЗа», в сферу интересов «Сибала» входят Челябинский завод дорожных машин и Челябинский кузнечно-прессовый завод.

фельные вложения. К первой группе относятся ГМК «Норильский никель», холдинги «Силовые машины» (скупка акций предприятий энергетического машиностроения в 2002 г.) и «Профмедиа», агропромышленный холдинг «Агрос», финансовые институты («Росбанк», пенсионные и страховые структуры); ко второй – доли группы в консорциуме «Мастком» (созданном в связи с покупкой акций «Связьинвест» в 1997 г.), в «Русиа Петролеум» и ряде других.

По всей видимости, в планы группы входит постепенная концентрация на своих стратегических активах, что предполагает и распродажу портфельных (или не рассматриваемых как стратегические) вложений с последующим инвестированием полученных средств в активы группы. По имеющимся данным, только в Северо-Западном регионе группа продала свои доли в ОАО «Фосфорит», ОАО «Красный выборжец», ЛОМО (ОАО «Ленинградское оптико-механическое объединение»), холдинге ООО «Новые программы и технологии» (который, в свою очередь, контролирует «ОАО «Судостроительный завод «Северная верфь» и ОАО «Северо-Западное пароходство»). Последние указанные продажи могут быть, тем не менее, связаны не столько с общей реорганизацией группы, сколько с государственной политикой консолидации и ужесточения контроля предприятий и программ ВПК.

Аналогичные процессы происходят и в группе Бендукидзе (ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» – ОМЗ, металлургическое, буровое и горнодобывающее оборудование, спецстали, оборудование для атомных станций, торпедные аппараты, судостроение, многочисленные «непрофильные» активы). В процессе реорганизации предполагается концентрация на тяжелом машиностроении. Еще в 2000 г. группа объявила о продаже непрофильных производств, обосновывая это слишком тесной интегрированностью и неэффективностью «самообеспечения». Весной 2001 г. менеджеры приобрели принадлежавший группе завод по производству мотоциклов (ОАО «ИМЗ–Урал»).

Эта тенденция, видимо, в ближайшие годы приобретет более явный и масштабный характер. Первая волна «сброса» различных активов, приобретенных группами (ФПГ) до кризиса 1998 г., носила спонтанный характер и была обусловлена распадом и финансовыми проблемами многих формальных и фактических ФПГ в посткризисной ситуации 1998–1999 гг. Для современного этапа характерна более рациональная и осознанная политика. Итогом ее реализации, как уже отмечалось выше, возможно, будет переход от аморфных конгломератов, созданных спонтанно в условиях изобилия фи-

нансовых ресурсов (на двух этапах – «банковском» до кризиса 1998 г. и «промышленном» после девальвации), к четким структурам, предполагающим высоко консолидированную собственность и эксплуатацию интеграционных эффектов.

Тем не менее возникает еще один вопрос, требующий самостоятельного исследования, – насколько текущая реорганизация крупного российского бизнеса будет отвечать задачам достижения им международной конкурентоспособности. По мнению руководителя группы «Объединенные машиностроительные заводы» К. Бендукидзе, слияния и поглощения являются обеспечением процесса глобализации деятельности промышленных компаний в России, по аналогии с ситуацией в мировой экономике 70-х гг. В то же время действует и обратный процесс – «упрощение» компаний, реструктуризация, направленная на повышение управляемости крупными конгломератами<sup>49</sup>.

Другая потенциальная проблема имеет не столь дальний горизонт – исчерпание посткризисных (девальвационных) ресурсов, необходимых уже не столько для экспансии, сколько для развития инвестиционного потенциала реорганизованных групп. В этой связи продажа непрофильных активов, происходящая пока в «плановом» порядке и косвенно свидетельствующая именно об исчерпании «легких денег», может приобрести более хаотический характер.

#### ***2.5.4. Реорганизация естественных монополий и проблемы слияний (на примере РАО «ЕЭС России»)***

В основе институциональных проблем реорганизации РАО «ЕЭС России» (более узко – противоречий между менеджментом и рядом мелких акционеров) лежит объективно сформировавшаяся еще в середине 1990-х гг. структура собственности. Как известно, в число акционеров входят: государство как владелец контрольного пакета акций (долгосрочные стратегические интересы с сильным социальным фактором, но вместе с тем осознание необходимости радикальной технико-технологической реконструкции); миноритарные акционеры (краткосрочные интересы, связанные с динамикой курса акций); акционеры – представители трудового коллектива (специфические интересы сохранения рабочих мест и заработной платы). Конфликты, связанные с последней группой, имеют самостоятельное значение<sup>50</sup>, но

<sup>49</sup> Выступление на конференции – см. (Коммерсант, 2000).

<sup>50</sup> В качестве аналогичного примера можно привести забастовку работников ОАО «АвтоВАЗ» в ответ на объявленный план реструктуризации и преобразования в холдинг в 2000 г.

также касаются взаимоотношений РАО с региональными властями (социальные интересы и контроль региональных энергетических структур).

Реорганизация РАО «ЕЭС России» началась на практике в 2002 г.<sup>51</sup> Согласно принятой программе, основной целью должно быть привлечение инвестиционных ресурсов в отрасль. В институциональном плане до 2010 г. вся система должна быть разделена на «монопольную» (электросети, системы диспетчеризации электроэнергии) и «конкурентную» (генерация электроэнергии, сбыт, сервис) части. Предусматривается также создание оптового рынка электроэнергии и переход к рыночным механизмам тарификации тепла и электроэнергии (см. Рубченко, 2002). В конце 2001 г. (пока в порядке эксперимента) создан Администратор торговой системы (электрическая биржа для продаж по свободным ценам), на которую генерирующие компании должны поставлять до 15% электроэнергии. В 2002 г. совет директоров РАО принял решение об учреждении Федеральной сетевой компании с уставным капиталом в 121 млрд рублей. Должна быть создана также Федеральная компания системного оператора (диспетчера). Реформа генерирующих компаний (АО-энерго) прямо связана с проблемами корпоративного управления.

Во-первых, достижение элементарной управляемости 72 АО-энерго со стороны холдинга предполагает существенное перераспределение активов и слияние (укрупнение) генерирующих структур в отрасли. Реорганизация (слияние, поглощение или разделение конкретных АО-энерго) приведет к заметной интенсификации рынка корпоративного контроля и обострению корпоративных конфликтов в целом.

Помимо отсутствующих в настоящее время в российском законодательстве эффективных процедур защиты прав акционеров при поглощениях, возникает крайне запутанный и сложный комплекс проблем в рамках достижения общего баланса интересов – акционеров всех типов, менеджеров, региональных властей. В рамках реформы РАО возникает еще один субъект – управляющие компании (и, соответственно, широкий спектр неурегулированных проблем доверительного управления).

Хотя генератором потенциальных конфликтов здесь выступает неоптимизированная структура собственности, определенный компромисс интересов может быть найден посредством практической реализации

---

<sup>51</sup> РАО «ЕЭС России» выбрано в качестве примера прежде всего в силу уже начавшейся фактической работы в области реорганизации (в отличие от других крупнейших федеральных естественных монополий).

разработанных в РАО принципов корпоративного управления (Кодекс корпоративного управления РАО) и введенной многоуровневой процедуры согласования программ реорганизации АО-энерго.

Во-вторых, существует очевидная – и уже действительно стратегическая – проблема. Следующим логическим шагом экспансии новых вертикально-интегрированных групп (с металлургическим «ядром») станет поглощение именно энергетических мощностей. Выделение и возможная продажа генерирующих компаний в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС России» со всей очевидностью приведет к их скупке именно металлургическими группами, влияние которых на экономику страны станет неограниченным. Важно также, что имущественный контроль из единого центра за всем комплексом «электроэнергетика – уголь – металлургия» позволяет эффективно замкнуть финансовые потоки из всех звеньев на экспорт и «оптимизировать» налоговую политику.

\*\*\*

Описанные тенденции будут оказывать достаточно многоплановое и часто противоречивое воздействие как применительно к общим перспективам корпоративного управления в России, так и к развитию процессов слияний и поглощений:

- именно по мере консолидации собственности будет возрастать формальная прозрачность компаний, и, соответственно, «безопасный» переход к международным нормам корпоративного управления;
- завершение процессов консолидации собственности создаст объективную базу для реального разделения собственности и управления в рамках частных групп, завершивших реорганизацию;
- процессы реорганизации (как юридическое оформление групп (холдингов), так и реструктуризация активов) активизируют спрос на эффективное корпоративное управление – прежде всего в целях бесконфликтного урегулирования отношений между различными типами акционеров;
- определенная посткризисная фиксация сфер имущественных интересов создает предпосылки для нового этапа враждебных поглощений.

В контексте вышесказанного (как в отношении федеральных естественных монополий, так и реорганизации частных групп) следует заметить, что на первый план выходят правовые новации в области реорганизации, слияний и поглощений компаний.