

Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы*

А. РАДЫГИН, доктор экономических наук, профессор, член Совета директоров ИЭПП, декан экономического факультета АНХ при Правительстве РФ

Этапы становления и количественная динамика

В России к началу XXI в. закончился процесс постприватизационного перераспределения собственности, тогда как экономика США за более чем столетний период прошла пять волн слияний и поглощений. Тем не менее уже в 2003 г. Россия была названа в качестве главной движущей силы рынка слияний и поглощений в Центральной и Восточной Европе. В относительно короткой истории развития российского рынка слияний и поглощений с некоторой долей условности можно выделить несколько значимых этапов.

Первый этап (1993 – кризис 1998 г.) относится преимущественно к периоду массовой приватизации государственного имущества. Если учитывать приватизационные сделки, то для данного периода наиболее характерными были "поглощения через приватизацию". Этот способ был актуален и как самостоятельный механизм, и в рамках экспансионистской стратегии первых финансово-промышленных групп – ФПГ (прежде всего неформальных банковского происхождения). Именно приватизация в этот период привела к формированию основной части крупных российских ФПГ. Многие банки (финансовые группы) и фонды портфельных инвестиций практиковали поглощения компаний в разных отраслях для собственных нужд и для последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам. В первой половине 1990-х годов встречались также единичные попытки использования классических методов поглощений, прежде всего в отраслях, где не требовалась высокая концентрация финансовых ресурсов.

Представляют интерес результаты статистического обследования 497 крупных и средних предприятий в период 1996–1999 гг.: более 35% предприятий выборки подвергалось процедуре разделения или выделения. Это означает, что процессы слияний и поглощений (помимо процессов, связанных с приватизацией) в рассматриваемый период использовались достаточно широко. Хотя часть упомянутых выше реорганизаций проводилась со "спекулятивными" целями (например, для вывода активов в новое юридическое лицо для ухода от долгов и пр.), но в большинстве случаев менялся состав производственных активов внутри юридических границ. Кроме того, в ходе данного обследования была выявлена статистическая независимость активности реорганизации и процессов приватизации: примерно 1/3 рассматриваемых процессов реорганизации проходила до начала приватизации, 1/3 – одновременно с процессами приватизации и 1/3 – после завершения их основной массы¹.

* Статья подготовлена на основе материалов исследовательского проекта ИЭПП "Современные тенденции развития рынка слияний и поглощений", осуществленного в 2008 - 2009 гг. при поддержке АМР США группой исследователей в составе: А. Радыгин, Р. Энтов, Е. Апевалова, Г. Мальгинов, Т. Киблицкая, П. Дробышев, А. Пахомов, О. Смирнова. Понятийный аппарат и базовые методологические подходы применительно к данной теме рассмотрены в: Радыгин А. Д., Энтов Р. М., Шмелева Н.А. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М.: ИЭПП, 2002.

Одна из характерных особенностей слияний и поглощений заключалась в том, что эти процессы географически были относительно равномерно расположены по территории России. В последующие периоды (начиная с 1999 г.) они в основном сосредоточивались в центральных регионах России и регионах концентрации основных промышленных активов².

Второй этап ("посткризисный бум" 1999–2002 гг. в период восстановительного роста) был связан с перераспределением собственности после кризиса 1998 г. Он характеризовался существенной активностью на рынке недружественных поглощений и высокой долей "спекулятивных" сделок слияний и поглощений в общем объеме рынка. Наиболее явно проявились специфические причины, вызвавшие волну слияний и поглощений. Главным стимулом их активизации стала дальнейшая консолидация акционерного капитала.

В силу специфики применяемых методов некоторые аналитики предпочитали не использовать термин "слияния и поглощения", ограничиваясь привычным понятием "передел собственности". Экспансия промышленных групп сочеталась с усилением процесса консолидации активов в основном вокруг сложившихся и вновь создаваемых бизнес-групп.

Посткризисная финансовая ситуация способствовала ускорению темпа слияний и поглощений в тех секторах экономики, где существовала потенциальная готовность к этому до кризиса. Первоначально инициированный крупнейшими нефтяными компаниями процесс слияний и поглощений был наиболее характерен для черной и цветной металлургии, химии, угольной отрасли, машиностроения, пищевой, фармацевтической и лесной промышленности. В качестве разновидности слияния можно рассматривать переход нефтяных компаний на единую акцию.

Именно на втором этапе, когда многие, в том числе и крупные, компании оказались жертвами кризиса 1998 г., началось масштабное применение технологий российских враждебных поглощений ("корпоративные захваты", "рейдерство"), которые использовали пробелы в законодательстве, регулирующем деятельность юридических лиц, и коррумпированность административного аппарата. На рынке появляются компании-рейдеры, целью которых при поглощении было не развитие основной деятельности предприятия, а "вывод" и реализация наиболее ценных активов. Наибольший интерес вызывали компании, обладающие привлекательными объектами недвижимости.

Несмотря на целый ряд ограничений (необходимость консолидации крупных пакетов акций, четкой и зафиксированной структуры собственности в корпорации, значительных ликвидных ресурсов), наибольшее развитие в России получили именно враждебные поглощения, то есть собственно рынок корпоративного контроля. Если принять во внимание весь перечень классических (общепринятых в мировой практике) и специфических для России методов поглощения (например, через банкротство в 1998–2002 гг.), то объемы такого рода операций, особенно после 1998 г., огромны.

Примерно к 2003 г., когда формирование большинства вертикально интегрированных структур закончилось, а политические риски возросли, активность крупного капитала на внутреннем рынке слияний и поглощений намного снизилась. Этот "реорганизационный спад" был связан прежде всего с первичным завершением процессов консолидации и наметившимся переходом к юридической и экономической реструктуризации "неоформленных" холдингов (групп), легализацией и закреплением прав собственности на экономические активы. Активное участие в этом процессе приняли средние интегрированные структуры – компании второго и третьего эшелонов³.

Третий этап (этап экономического роста 2003 г. – до начала кризиса 2008 г.) характеризуется высокой долей участия государства (крупнейших компаний и банков) в процессах слияний и поглощений, возрастанием доли "цивилизованных" форм сделок, положительной динамикой использования прозрачных механизмов реструктуризации собственности, в том числе инструментария фондового рынка при проведении сделок.

Для этого периода характерен стабильный рост активности на рынке слияний и поглощений как по количеству проводимых сделок, так и по их стоимостным объемам (. В 2007 г. объем сделок составил 124 млрд долл. против 19 млрд в 2003 г., то есть увеличился почти в семь раз. Росло и количество сделок – со 180 в 2003 г. до 486 в 2007 г.⁴ В качестве отраслей – лидеров по объему сделок (до 2008 г.) выделились и закрепились нефтегазовый сектор, металлургия и связь. В 2007 г. объем рынка слияний и поглощений составил более 10% ВВП против 4,5% в 2006 г.

В 2004 г. средняя стоимость сделки по сравнению с предыдущим годом возросла на 40%. В 2005–2006 гг. темп ее роста несколько замедлился и составил соответственно 17 и 4% к предыдущему году. Наибольшее увеличение средней стоимости сделки было отмечено в 2007 г. (130%). Тем не менее надо отметить преобладание на российском рынке сделок в размере 30–40 млн долл. с активами предприятий, которые в западной градации считаются средними. Это объясняется тем, что наиболее ликвидные и привлекательные активы обрели своих хозяев, а в каждой отрасли сформировались группы основных игроков. В 2008 г. средняя стоимость сделок выросла по сравнению с предыдущим годом на 30%, несмотря на снижение их количества. При этом в 2003–2008 гг. было проведено примерно 116 сделок стоимостью свыше 500 млн долл., или 6,3% сделок за рассматриваемый период.

Среди специфических черт российского рынка слияний и поглощений в этот период, которые отличают его от западной практики процессов консолидации капиталов, можно назвать:

- слабость прямого контроля регулирующих государственных органов за происходящими процессами слияний и поглощений;
- низкую вовлеченность инструментов организованного фондового рынка в процесс слияний и поглощений (большинство сделок происходит не с акциями публичных компаний, а с частными компаниями, хотя и наблюдается отмеченная выше положительная динамика);
- невозможность существенного влияния миноритарных акционеров на деятельность компании;
- ситуацию, когда в большинстве случаев основной собственник компании является и ее высшим менеджером;
- отсутствие прозрачной структуры собственности формально публичных компаний (конечных бенефициаров);
- концентрацию в одних руках в среднем значительно большего пакета акций, чем в западных публичных компаниях;
- высокую долю сделок слияний и поглощений, совершаемых с использованием оффшоров.

Общее число оффшоров, созданных российскими резидентами, составляет, по некоторым оценкам, 3,5–4% (около 100 тыс.) всех имеющихся в мире⁵. С начала 2000-х годов использование оффшоров в качестве элементов российских холдингов, аккумулирующих основные доходы компаний, стало широко распространенным. Проблема создания механизмов контроля активов и деятельности оффшоров активно обсуждается Минфином

РФ и Федеральной антимонопольной службой, однако радикальные решения пока не выработаны. При этом для российского рынка характерна значительная доля сделок с иностранным (формально) участием: в 2007 г. примерно 22% в общем объеме российского рынка (в 2006 г. – 35%). Покупки иностранных инвесторов превышали вложения российских инвесторов за рубежом.

В 2003–2008 гг. наиболее распространенным было полное приобретение компании-цели, что подтверждает традиционную для российского корпоративного сектора тенденцию к установлению полного контроля. Это характерно практически для всех отраслей и регионов, причем четкая зависимость выбираемого метода слияния или поглощения от отраслевой или географической принадлежности участников сделок не выявлена.

На рынке слияний и поглощений доля такой формы интеграции предприятий, как получение полного контроля над компанией⁶, в общем количестве сделок за весь рассматриваемый период достигла 88,2%, в стоимостном выражении – 82,45%. Число сделок по приобретению "половины" объекта (либо 50% акций, либо половины доли в уставном капитале) составляет 5,8% общего числа сделок, или 6,4% в стоимостном выражении. Приобретение блок-пакета акций, или 26–49% компании, встречается в 4,3% сделок (в стоимостном выражении – 4,6%). Доля 1–25% приобреталась в 1,6% сделок (в стоимостном выражении – 1,8%). Динамика количества сделок в зависимости от выкупаемой доли представлена на рис. 3.

Следует отметить, что из 1393 проанализированных сделок 1221 связана с получением контроля над отечественной компанией (66% общей суммы сделок). Компании из стран ЕС в 91% случаев, приобретая предприятие на территории РФ, получали над ним контроль, в 4% – "половину" компании и в 2% – блок-пакет или от 26 до 49% в уставном капитале. Покупатели из стран ближнего зарубежья в 80% сделок приобретали контроль и в 20% сделок – 50% компании на территории России. Компании из других иностранных государств в 88,5% случаев приобретали контроль над российскими, в 6,4% – покупали половину и в 5,1% – до 49% доли в предприятии.

В этот период постепенно росло количество сделок слияний и поглощений с привлечением заемных средств (LBO – leverage buy-out) и выкупом доли менеджментом предприятия (MBO – management buy-out). В 2006 г. доля таких сделок в общем количестве составляла около 4%. При этом почти все сделки выкупа акций менеджментом в России осуществлялись с привлечением заемных средств, поскольку собственных средств, как правило, не было⁷.

Иными словами, определенное развитие получили процессы, которые в конце 1980-х годов на рынке США были известны как финансирование сделок LBO за счет IPO и эмиссии "мусорных" облигаций. Суть сделок состояла в массовом заимствовании средств на фондовом рынке с использованием кредитного рычага для скупки компаний и приобретения их активов. Главный риск подобных сделок – низкая эффективность приобретаемых компаний, что может означать в том числе нехватку средств на уплату долгов, взятых на их покупку. В США рынок "мусорных" облигаций завершился громким крахом компаний-заемщиков в 1989 г., а на новом этапе развития применительно к несколько иным условиям и инструментам – летом–осенью 2008 г. В России спецификой рынка LBO является его неорганизованный характер, то есть сделки слияний и поглощений с применением заемных средств совершаются не профессиональными посредниками в лице фондов прямых инвестиций, а менеджментом и собственниками самих компаний, которые занимаются ими параллельно с операционной деятельностью⁸.

Закрытость значительной части сделок по слияниям и поглощениям обусловлена стремлением сохранить конфиденциальность, чтобы не раскрывать данные о бенефициарах и устранить нежелательные транзакции конкурентов, в том числе недружественные поглощения и захваты активов компаний.

Повышение доли "цивилизованных" форм сделок и некоторый спад динамики наиболее одиозных "рейдерских захватов" не означают, что проблема "враждебных (недружественных) поглощений" и криминальных захватов активов предприятий стала в этот период менее актуальной. В 2007 г. в России находилось в процессе развития 107 публичных корпоративных конфликтов, а общая стоимость связанных с ними активов составляла около 7 млрд долл.⁹ По некоторым более общим оценкам, объем враждебных поглощений может составлять до 40% общего объема публичных сделок.

Вместе с тем активное использование административного ресурса и вне рыночных методов для приобретения государством и государственными компаниями активов означает переход системы рейдерства на новый – государственный уровень. Параллельно с созданием госкорпораций возбуждались уголовные дела в отношении собственников некоторых наиболее крупных активов, а изъятые активы в последующем перешли под государственный контроль.

Такие факторы, как высокая концентрация собственности, слабое развитие рыночных институтов и низкая эффективность работы судебной системы, непрозрачность прав собственности и коррупция, оказывают системное влияние на все стороны деятельности на российском рынке слияний и поглощений. В свою очередь, низкий уровень прозрачности информации о сделках, отсутствие профессиональных посредников в данной области и активное участие государственных компаний в этих процессах свидетельствуют, в частности, о проблемах эффективности рынка корпоративного контроля.

С началом финансового кризиса в 2008 г., по всей видимости, можно говорить о четвертом этапе в развитии российского рынка слияний и поглощений. Эксперты весьма единодушны в общих оценках итогов его развития: падение по сравнению с 2007 г., причем впервые после длительного периода стабильного роста в 2002–2007 гг. Абсолютные оценки снижения емкости рынка различаются в зависимости от применяемых методик: на 36% (со 120–122 млрд долл. до 77,5 млрд, если учитывать сделки от 5 млн долл. – M&A Intelligence), на 9%, или до 120 млрд долл., из которых почти 100 млрд пришлось на покупку российских активов (если учитывать все сделки – Ernst&Young). Отношение объема рынка слияний и поглощений к ВВП в 2008 г. составило около 7% (в 2007 г. – 10%)

Оценки же перспектив этого рынка в 2009–2010 гг. намного противоречивее. Предполагается дальнейшее сокращение его емкости (до 60% уровня 2008 г.). Противоречивы и прогнозы качественных тенденций – от продолжающегося сжатия рынка (из-за трудностей с оборотным капиталом и доступом к внешнему финансированию) до его активизации за счет скупки проблемных активов и компаний. Очевидно, что при общем спаде на рынке слияний и поглощений в условиях финансового кризиса этот канал остается "рабочим" прежде всего для тех хозяйствующих субъектов, которые сохранили ликвидность и смогли воспользоваться ею для приобретения обесценивающихся активов (с мая 2008 г. по февраль 2009 г. капитализация российского фондового рынка упала в 4 раза – с 1,5 трлн до 370 млрд долл.).

Одновременно активизируется деятельность инсайдеров (в первую очередь крупных акционеров и менеджеров). Некоторые компании еще летом 2008 г. выкупили свои акции на открытом рынке (например, "Норильский никель", МТС). По имеющимся данным о динамике сделок акционеров 500 крупнейших публичных компаний, во второй половине 2008 г. резко сократилось количество сделок по продаже менеджментом пакетов акций своих компаний. Отмечается, напротив, рост числа сделок, в которых инсайдеры выступали покупателями акций своей компании, причем даже в тех случаях, когда в предыдущие периоды они неоднократно являлись продавцами¹⁰. Как будет показано ниже, такая же политика (с определенными оговорками) в условиях кризиса стала характерна и для государства.

Еще одним каналом перераспределения активов (в том числе зарубежных) уже в 2008 г. стали принудительные продажи заложенных под банковское кредитование ценных бумаг (margin calls) российских компаний. Большинству компаний удалось пока удержать свои активы. Одной из особенностей российского кредитного рынка является доминирование банков в корпоративном кредитном портфеле (в сентябре 2008 г. – 92,7% при общем объеме кредитного портфеля российских банков в нефинансовый сектор 11,8 трлн руб.). Однако практика margin calls для них не характерна. Сбербанк РФ, будучи крупнейшим кредитором нефинансового сектора (более 1/3 совокупного кредитного портфеля), по имеющимся данным, не предусматривает такой возможности. ВТБ пока стал одним из немногих крупнейших российских кредиторов (около 10% кредитного портфеля), который применил этот механизм на практике¹¹.

Переход активов может быть вызван также начавшимися дефолтами по долговым корпоративным обязательствам. К началу ноября 2008 г. совокупная сумма эмиссий, по которым возникли дефолты, составляла около 30 млрд руб. К началу 2009 г. стали известны также прецеденты урегулирования долговых обязательств за счет передачи активов банку-кредитору (прежде всего в сфере строительства, ритейла, розничных услуг мобильной связи, производства продуктов питания и др.). Вполне вероятно последующее выставление полученных активов на продажу (в силу элементарного несоответствия приобретений профилю банковской деятельности, отсутствия специалистов и т. д.), что приведет к интенсификации рынка корпоративного контроля. Кроме того, можно ожидать развития следующих тенденций:

- поддержание стабильной активности рынка за счет "кризисных" сделок;
- продажа "проблемных активов" по цене ниже рыночной и начало скупки активов, не запланированных бизнес-стратегиями компаний;
- рост числа транзакций с неконтрольными долями активов – уже весной 2008 г. был отмечен количественный прирост;
- увеличение сделок с активами средних предприятий, имеющих сейчас более устойчивое финансовое положение;
- сохранение значительной доли сделок по покупке российских компаний зарубежными.

Однако главными факторами, определяющими по крайней мере среднесрочные тенденции развития рынка слияний и поглощений, на наш взгляд, будут политика замещения частного капитала (про-) государственным в сегменте слияний и поглощений и в российской экономике в целом, а также сопутствующие ей вне рыночные методы и "двойные стандарты" в отношении экономических агентов.

Антикризисная политика и рынок корпоративного контроля

Активизация деятельности государства на российском рынке слияний и поглощений началась примерно с 2004 г. Очевидным является и прямое расширение его участия в экономике: созданы шесть государственных корпораций, существенно увеличены активы компаний, контролируемых государством, и др. В частности, одна из крупнейших корпораций "Ростехнологии" объединила 444 предприятия, из которых, по оценке ее руководителя С. Чемезова, только 15% являются рентабельными. Целый ряд проектов по созданию крупных холдингов, подконтрольных государству, и госкорпораций находится в стадии обсуждения. В 2009 г. рассматриваются проекты создания государственных компаний, поскольку госкорпорации как организационно-правовая форма по закону "О некоммерческих организациях" создаваться больше не будут, а существующие преобразуют в иные формы (фонды или публичные компании).

Нерентабельность многих производств, проблемы эффективного менеджмента и, что важнее, внеэкономические мотивы создания стали причинами последующих изменений законодательства с целью обеспечения специальных условий функционирования госкорпораций. По оценкам ФАС в 2008 г., госкорпорации, обладая политическим, административным ресурсом и растущими финансовыми возможностями, могут оказывать решающее влияние на общие условия обращения товаров на смежных со сферами их деятельности товарных рынках. Ослабление конкуренции в связи с формированием государственных корпораций обусловлено рядом причин. Среди них: передача госкорпорациям некоторых государственных функций и полномочий проведения государственной политики; создание для них особых условий хозяйственной деятельности, исключающих конкуренцию с ними частных компаний; стремление государственных корпораций создавать горизонтально или вертикально интегрированные структуры в интересах коллективного доминирования.

Кроме того, примерно с 2004 г. государство начинает предпринимать правовые меры по защите, сохранению и облегчению решения задач присоединения новых активов. Такие меры, в частности, принимались в сфере корпоративного регулирования, банкротства, антимонопольного законодательства. Уже в 2006–2008 гг. стала очевидной проблема конфликта интересов, возникающего у государства как регулятора, с одной стороны, и как активного участника рынка слияний и поглощений – с другой. Усиление внимания к интересам госкорпораций и стратегических предприятий (за счет которых в основном и происходило расширение первых) приводит к ухудшению качества общего государственного регулирования корпоративной сферой из-за того, что узкоспециальные нормы, призванные обслуживать интересы государственного сектора, распространяются на все субъекты хозяйственной деятельности.

Например, 30 декабря 2008 г. был принят федеральный закон N 306-ФЗ "О внесении изменений в некоторые законодательные акты РФ в связи с совершенствованием порядка обращения взыскания на заложенное имущество", создавший механизм внесудебного перехода прав на заложенные пакеты акций и иные активы российских компаний. Существенные изменения внесены в процедуры и условия выхода участников из обществ с ограниченной ответственностью, залога их долей. Можно также отметить обсуждаемый в 2009 г. проект закона "О финансовом оздоровлении", отвечающего в первую очередь интересам крупнейших групп, которые имеют значительные долги.

Финансовый кризис 2008 г. еще больше обострил конфликт государственных интересов. Государство как регулятор пытается адаптировать правовые нормы к изменившимся условиям процессов слияний и поглощений, вызванным финансовым кризисом, и одновременно принимает меры, обеспечивающие максимально выгодное приобретение подконтрольными государству компаниями интересующих активов.

Специфической чертой нынешнего кризиса является активное участие государства и контролируемых им хозяйствующих субъектов в процессе перераспределения собственности. Более того, современная ситуация становится фактически зеркальной по отношению к периоду залоговых аукционов (ноябрь–декабрь 1995 г.), когда правительство, получая частные финансовые средства для пополнения бюджета, обеспечения исполнения своих обязательств, предоставило в залог акции 12 крупных (стратегических) российских предприятий. В их числе, в частности, были пакеты акций компаний "ЮКОС", "ЛУКойл", "Сургутнефтегаз", "Сибнефть", "Норильский никель", "Новолипецкий металлургический комбинат" и др. Однако ни в одном случае подобный псевдокредит так и не был возвращен, что означало фактическую приватизацию этих пакетов акций по многократно заниженным, согласно подавляющему большинству оценок, ценам.

Осенью 2008 г. роли диаметрально поменялись: из публично заявленных соображений "экономической безопасности" государство проявило готовность рефинансировать те внешние займы госкомпаний и частного сектора, невыполнение обязательств по которым может привести к потере национального контроля (со стороны государства или национального капитала) над стратегическими активами. Это означает, в частности, что объектами потенциальной фактической национализации могут стать не только ценные бумаги компаний государственного сектора в строгом смысле слова (с участием государства в капитале более 50%), но и стратегические (при всей неопределенности этого термина в российском правовом поле) компании частного сектора.

Еще в 2006 г. в работах ИЭПП было высказано предположение¹², что дальнейшие перспективы развития компаний с государственным участием, ставших "ядром" госэкспансии, будут зависеть в том числе и от их способности погашать взятые кредиты с учетом конъюнктуры мировых цен на энергоносители. Наиболее пессимистичный прогноз основывался на существенном снижении цен на энергоносители, от которых в значительной мере зависит бизнес крупнейших государственных компаний-заемщиков. Отмечалось, что при падении цен на нефть доступ к финансовым ресурсам на внешних рынках для рефинансирования накопленной задолженности сократится, вследствие чего повысится цена обслуживания привлеченных кредитов. Были высказаны предположения о возможном оттоке краткосрочного иностранного капитала, падении фондового рынка и проблемах банковской системы, связанных с сокращением ликвидности.

В 2000–2005 гг. внешний долг российских государственных компаний многократно возрос: 2000 г. – 570 млн долл., 2002 г. – 12 млрд, 2005 г. – 28 млрд долл., или от 30 до 40% общего объема внешнего корпоративного долга. В частности, в 2005 г. внешние займы Сбербанка, Внешторгбанка, Внешэкономбанка и Россельхозбанка составили примерно 6,45 млрд долл. (около 36% средств, привлеченных российским банковским сектором). Совокупный объем займов "Газпрома", "Роснефти", "Совкомфлота", ОАО "РЖД", "Транснефти" и "АЛРОСы" достиг 28,2 млрд долл. В 2006 г. произошел новый виток роста задолженности: внешняя задолженность нефинансовых компаний и коммерческих банков составила 135,4 млрд и 78,5 млрд долл. соответственно (при доле госкомпаний свыше 50% внешнего корпоративного долга России).

На 1 июля 2008 г., по данным Банка России, общий внешний долг российских компаний, банков и органов государственного управления достиг 527,1 млрд долл. (только за второй квартал 2008 г. он вырос почти на 50 млрд долл.). При этом на долю внешнего долга финансовых организаций приходилось 191,3 млрд долл. (рост долга за квартал – более 21 млрд долл.). Долг нефинансовых компаний без учета долговых обязательств перед прямыми инвесторами равнялся 263 млрд долл. (увеличение долга за квартал почти на 25 млрд долл.). Государственный внешний долг России на 1 июля 2008 г. составил примерно 41 млрд долл. По оценкам, на долги государственных компаний и банков (например, "Газпрома" – около 60 млрд долл., "Роснефти" – примерно 26 млрд, ВТБ – 11,4 млрд к выплате до конца 2009 г.) приходится в настоящее время примерно 50–60% всего внешнего корпоративного долга России. Тем не менее к середине 2008 г. никакая регламентация и унификация указанных процессов, несмотря на дискуссии в органах власти, не были осуществлены.

Как известно, большая часть задолженности ведущих госкомпаний была связана с операциями на рынке корпоративного контроля в 2005–2007 гг. Иными словами, значительная доля привлеченных средств направлялась не на развитие существующего бизнеса, а была связана с процессом нового перераспределения собственности – скупкой активов, изменением структуры акционерного капитала и пр. В отличие от силового передела прошлых лет (традиционный пример – "дело ЮКОСа") новая его фаза, лидерами которой выступают госкомпании и ряд компаний, располагающих политической поддержкой государства, носит рыночно-силовой характер. Активы продаются не вполне добровольно, но по цене, близкой к рыночной (достаточно вспомнить историю приобретения 50-процентной доли в проекте "Сахалин-2"). В результате переход к государственно-капиталистической модели экономики способствует росту рынка и привлечению инвестиций. В условиях высокой ликвидности и благоприятной макроэкономической ситуации госкомпании активно привлекают кредитные ресурсы для покупки новых активов, что ведет к росту их капитализации.

Формально государство не отвечает по долгам компаний смешанного сектора, но де-факто они оцениваются как суверенные. Более того, для инвесторов вложение средств в них становится источником гарантированной доходности, поскольку государство может оказывать этим компаниям поддержку как силовую и политическую, так и в сфере государственного регулирования (программа увеличения цен на газ для внутренних потребителей). Это повышает популярность российских акций у оффшорных хедж-фондов, которым ухудшение институциональной среды (прежде всего политика "двойных стандартов") приносит дополнительные прибыли. В то же время иностранные банки охотно кредитуют под низкий процент покупку госкомпаниями все новых активов (отметим заметный рост задолженности негосударственных заемщиков во втором квартале 2008 г., то есть уже в условиях мирового финансового кризиса).

Очевидно, такая модель роста рынка во многом является спекулятивной, так как не подкрепляется вложением больших объемов капитала в производство¹³. Она возможна лишь при притоке средств на развивающиеся рынки и увеличении выручки компаний за счет роста цен на продукцию и перераспределения активов в их пользу. Кроме того, такой спекулятивный рост рынка скрывает реальные проблемы и диспропорции экономики, связанные с ухудшением (по мере экспансии государства в хозяйственную сферу) институциональной среды. Напомним, что в середине 2008 г. десять наиболее капитализированных компаний обеспечивали 66% капитализации рынка, причем половина из них приходилась на сектор добычи и переработки нефти и газа¹⁴. Огромную часть притока средств обеспечивает узкий сектор компаний-лидеров, имеющих

политическую поддержку, а перераспределение инвестиций в экономике сдерживается недостатками институциональной среды.

Эта модель со всей очевидностью проецируется и на ситуацию финансового кризиса 2008–2009 гг., в ходе которого обсуждаются меры экстренной поддержки российских компаний и банков. В общем пакете антикризисных мер, принятых органами государственной власти РФ уже в сентябре–октябре прошлого года, в контексте расширения госсектора назовем несколько направлений.

1. Кредиты государства на обслуживание зарубежных займов российских компаний и банков.

По имеющимся данным, в IV квартале 2008 г. сумма платежей российских компаний по внешним долгам оценивалась в 47,5 млрд долл., в 2009 г. – 115,7 млрд, а с учетом пролонгации части выплат 2008 г. – около 140 млрд долл. Размещаемых Центральным банком во "Внешэкономбанке – Банке развития" депозитов (50 млрд долл.) было достаточно для кредитования компаний под выплаты 2008 г. Вместе с тем условия предоставления кредитов рассматривались как жесткие: залог ценных бумаг, залог экспортной выручки, безакцептное списание средств с любых счетов заемщика для погашения кредита, включение представителей банка в органы управления заемщика, согласование с банком привлечения других займов и сделок по продаже активов свыше 10% стоимости компании, обеспечение, аналогичное по зарубежному кредиту, и др. При этом за ВЭБом остается беспрецедентное право самостоятельно принимать решения о любом увеличении залога и делать выбор между возможностью погашения долга или его "закрытия" имеющимся залогом. К середине октября 2008 г. поступили заявки на рефинансирование от "Роснефти", ВТБ, "Газпромнефти", ТНК-ВР, "ЛУКОЙла", ОК "Русал", АФК "Система", "Северстали", "Мечела" и др. При минимально установленном размере рефинансирования в 100 млн долл. (согласно Меморандуму о финансовой политике банка) речь шла действительно только о крупнейших компаниях и банках.

2. Прямая ("антикризисная") интервенция государства на фондовом рынке.

В середине октября 2008 г. также было принято решение о выделении средств из Фонда национального благосостояния на приобретение акций российских компаний (350 млрд руб. на 2008–2009 гг.). К настоящему времени нет никаких официальных данных о произведенных интервенциях, конкретных размерах вложенных средств и приобретенных пакетах акций. Можно как минимум поставить вопросы о целесообразности монополизации практически всех операций во "Внешэкономбанке – Банке развития", о процедурах выбора операторов (профессиональных посредников) по осуществленным или будущим сделкам, в том числе по условиям комиссии.

Важным в этой связи является вопрос об источниках выделенных для интервенций денег. Как известно, в числе задач формирования Фонда национального благосостояния ключевой является финансирование пенсионной реформы. Вполне рациональной в условиях кризиса была бы передача приобретенных за счет ФНБ пакетов акций на открытом рынке именно в Пенсионный фонд (или содержательный аналог) под обеспечение в будущем (на стадии роста капитализации) пенсионных выплат. Куда и кому в рамках существующей непрозрачной схемы будут переданы пакеты, приобретенные ВЭБом в 2008 г. и, возможно, в 2009–2010 гг., неизвестно. Не менее важен вопрос о прозрачных критериях целесообразности каждой из таких сделок и их публичном контроле. Остается только зафиксировать имеющиеся экспертные оценки об отсутствии общей стратегии интервенций, опыта реализации такого рода антикризисных мер и о

разнонаправленности конъюнктурных трендов рынка в отношении даже узкого круга ведущих компаний-эмитентов.

По всей видимости, речь шла о трех возможных направлениях: выборочном противодействии margin calls; приобретении тех или иных проблемных активов; попытках корректировки рынка по отдельным эмитентам, "интересным" государству. Особенно острой в этом контексте становится проблема инсайдерской торговли и, если смотреть шире, – общая политика в отношении любого рода финансовых злоупотреблений (расхищения средств).

По данным ВЭБа, к концу ноября 2008 г. на счет казначейства банка поступило 115 млрд руб. (из средств Фонда национального благосостояния). На поддержку финансового рынка было израсходовано 85 млрд руб. Средства направлялись на приобретение акций и корпоративных облигаций первоклассных российских эмитентов, а действия по данным операциям в рабочем порядке согласовывались с Минфином¹⁵. Хотя нет никаких более поздних данных об интервенциях такого рода, в феврале 2009 г. рассматривался вопрос об участии ВТБ в этой схеме.

3. Приобретение привилегированных акций и конвертируемых облигаций (новых эмиссий) эмитентов, интересующих государство.

Эта мера поддержки была рассмотрена в октябре 2008 г. на крайний случай. Она довольно стандартна и применяется в ряде стран (Великобритания, Швейцария) для поддержки проблемных банковских групп. Кроме того, использование этого инструментария не ставит перед государством задач по оперативному управлению при прямом "вхождении" в акционерный капитал.

К середине 2009 г. не было каких-либо данных о выделенных на эти цели финансовых ресурсах и об имевших место прецедентах. Тем не менее подобные предложения поступали, например, в конце января 2009 г. от ОК "Русал" – о конвертации в привилегированные акции долга компании перед государственными банками в размере 6 млрд долл., залогом которого служат в том числе принадлежащие ему 25% акций ГМК "Норильский никель". В этом случае собственники смогли бы сохранить контроль над компанией и ее активами. Другое предложение "Русала" – создать крупную металлургическую компанию путем слияния "Норникеля", "Мечела", "Уралкалия", "Металлинвеста" с закреплением за госкорпорацией "Рособоронэкспорт" фиксированной доли – также является вариацией проблемы, как избежать потери контроля над компанией.

С начала 2009 г. политика поддержки претерпела существенные изменения. В рамках общего смещения акцентов произошли поворот от осенних заявлений прошлого года в духе "денег хватит на всех" к более взвешенной стратегии сохранения резервов до 2010–2011 гг. и отказ от массовой поддержки компаний в пользу селективной опоры на крупнейшие госбанки.

В соответствии с указанной выше программой рефинансирования внешних займов корпоративного сектора в ВЭБ поступило примерно 100 заявок на общую сумму около 75 млрд долл. Тем не менее программа была закрыта, когда ее расходы составили 1 млрд долл. Среди получателей оказались "Роснефть" (800 млн долл.), ОК "Русал" (4,5 млрд долл.), ВымпелКом, ЕврАз и некоторые другие. С одной стороны, реализация программы признана нецелесообразной в силу накопления большинством потенциальных участников достаточных валютных ресурсов для решения проблем с кредиторами (порядка 85 млрд

долл. к февралю 2009 г., что, по оценкам правительства, достаточно для расчета по кредитам в текущем году¹⁶). С другой стороны, условия предоставления такого рода кредитов, видимо, оказались слишком жесткими для заявителей (что, впрочем, свидетельствует о наличии скрытых внутренних ресурсов компаний для решения своих финансовых проблем без ужесточения госконтроля). Но прозрачная публичная информация о критериях выбора именно этих субъектов для государственной поддержки фактически отсутствует. Нет ясности и в том, как ВЭБ намеревается распорядиться полученными в залог пакетами через год (максимальный срок кредитования).

Обсуждение подходов, альтернативных финансовым, к осуществлению поддержки российских предприятий, относящихся к "значимым отраслям экономики", началось в 2008 г. К концу декабря количество потенциальных реципиентов помощи государства за небольшой период времени снизилось в 5 раз. Среди формальных условий включения в антикризисный список устанавливались следующие: не менее 5000 работников, 15 млрд руб. выручки или же статус градообразующего предприятия. ВЭБ должен стать агентом правительства по данному направлению господдержки. Предприятия могут вносить государственные гарантии как обеспечение до 50% кредита (ОПК - до 70%), при этом максимальный размер гарантии одному заявителю ограничен 10 млрд руб.

Для 293 предприятий 25 отраслей, которые вошли в список Минэкономразвития РФ, допускались кредитные инструменты поддержки, однако спектр возможных решений существенно шире: государственные гарантии, субсидирование процентных ставок, реструктуризация налоговой задолженности, государственный заказ, таможенно-тарифная политика. Определенные меры по минимизации "негативных социально-экономических последствий прекращения деятельности" таких предприятий предусмотрены, по всей видимости, на случай банкротства¹⁷.

К середине февраля 2009 г. стало известно о заявках на получение государственных гарантий по кредитам от крупнейших российских автомобильных производителей (АвтоВАЗ, ГАЗ, Камаз и "Соллерс") на общую сумму 29,5 млрд руб. Среди других методов поддержки российского автопрома предусматриваются выкуп облигаций до 60 млрд руб. и госзакупки на сумму 12,5 млрд руб. В сфере ОПК приняты решения по госгарантиям для 3 предприятий, субсидиям – для 19, докапитализации РСК "МиГ" – на сумму 15 млрд руб. Госкорпорация "Ростехнологии" (получившая 20 градообразующих и 278 стратегических предприятий) запросила госгарантий на сумму 110,8 млрд руб. (помимо выделения имущественного взноса 151,3 млрд руб.¹⁸).

Заявки на получение государственной поддержки к середине марта 2009 г. подали практически все так называемые системообразующие предприятия, из них были рассмотрены заявки только 26 предприятий на сумму 350 млрд руб. и предоставления госгарантий на 213 млрд руб. Решения о предоставлении госгарантий к марту 2009 г. приняты только по 6 предприятиям на сумму 47,5 млрд руб.¹⁹

Перечень предлагаемых мер антикризисной поддержки не вызывает особых сомнений, но остаются нерешенными две проблемы. Во-первых, привилегированный список создает очевидный риск подрыва рыночных (микроэкономических) стимулов к преодолению кризисных ситуаций собственными силами именно в "значимых" отраслях. Более справедлива публичная и выборочная процедура приема заявок на ту или иную поддержку при наличии обоснованных антикризисных программ от любых российских предприятий. Во-вторых, многие проблемы предприятий связаны не только с кризисом, но и с качеством менеджмента и проводимой в 2005–2007 гг. политикой заимствований. Целесообразно одним из обязательных условий предоставления любого вида

государственной поддержки поставить вопрос о замещении действующего оперативного руководства, возможно, по аналогии с антикризисными управляющими (если абстрагироваться от угрозы рейдерства и смены команды ради эксплуатации остающихся бенефиций). Банкротство может также рассматриваться как один из способов антикризисного вмешательства государства. При этом речь идет не о ликвидации или раздроблении компании, а о смене собственника и введении наблюдения со стороны уполномоченного госоргана.

Однако пока преждевременно делать более конкретные оценки, поскольку отсутствуют как критическая масса реально осуществленных сделок, так и публичная информация об объемах и критериях государственных интервенций. Вместе с тем пессимистичные сценарии не исключены в силу общих оценок институциональной среды, ставшей одним из сугубо "российских" факторов сегодняшнего кризиса финансовой системы России²⁰.

Правомерно сделать вывод о начале нового этапа государственной имущественной экспансии (даже с учетом объективно необходимого антикризисного компонента). Если зафиксировать капитализацию российского рынка по состоянию на середину октября 2008 г., то можно прогнозировать увеличение доли государства в корпоративном секторе в 2009–2010 гг. от 3–4% (нижняя граница) до 9–10% только за счет выделения средств для интервенций на фондовом рынке. Потенциал дальнейшего расширения госсектора впечатляет, хотя никакой определенности в отношении планов правительства пока нет:

- сохранение в собственности государства заложенных в ВЭБе пакетов акций по программе рефинансирования 2008 г. (11 млрд долл.), срок решения – конец 2009 г.;
- сохранение в собственности государства приобретенных на открытом рынке акций (350 млрд на 2009–2010 гг.), срок принятия решения – 2013–2014 гг.;
- дальнейшая экспансия госкорпораций в строгом смысле (несмотря на частичное изъятие выделенных финансовых ресурсов);
- переход частных активов к госбанкам под выданные кредиты и путем прямых приобретений, формирование новых госхолдингов;
- увеличение доли государства в банковском капитале в рамках программы рекапитализации банковской системы (40 млрд долл.).

По данным Банка России, совокупный капитал российских банков в начале 2009 г. составлял 2,5 трлн руб. При заявленном объеме рекапитализации это означает, что государство может претендовать на дополнительные 32% банковского капитала при общем росте госдоли до 75–80%²¹.

Сам по себе рост прямого участия государства в экономике или стабильная значительная доля последнего не являются чем-то экстраординарным, тем более в условиях кризиса. По имеющимся оценкам, к концу 2008 г. в рамках мер антикризисной поддержки в разных странах было израсходовано около 1,4 трлн долл. на докапитализацию компаний и около 880 млрд - на приобретение новых активов. Но среди ведущих стран мира крупные прямые покупки частных активов делали только США (663 млрд долл.) и Норвегия (51 млрд долл.). Великобритания, Франция, Италия, Германия, Нидерланды и Япония осуществляли докапитализацию без прямого приобретения активов²².

Финансовый кризис уже привел к возникновению если не противоречия в строгом смысле слова, то к весьма двойственной ситуации.

С одной стороны, именно кризисные явления позволили осознать количественные пределы прямого расширения государственного сектора. Проблемы управляемости разросшегося государственного сектора во всех аспектах, видимо, осознаются и в правительстве. Об этом, возможно, свидетельствует постепенный отказ государства уже в ходе кризиса от прямых методов поддержки, основанных на вхождении государства в капитал проблемных частных компаний и банков. Более того, возможность запуска новой "большой приватизации" вновь становится одним из обсуждаемых вариантов именно в ситуации кризиса, а не инвестиционного экономического роста.

С другой стороны, нет оснований говорить об отходе от дирижистских принципов, ибо приостановка прямой "антикризисной" экспансии замещается усилением косвенного контроля через узкий круг имеющих государственную поддержку банков, формирование привилегированных списков "значимых" предприятий, повышение имущественной активности госкорпораций и госхолдингов, неизбежную (хотя и не столь интенсивную, как предполагалось ранее) национализацию проблемных активов в "жестких" или "мягких" ее вариантах.

Как отмечалось выше, государство рассматривает возможность консолидации активов связи на базе ВЭБа²³, объединения под крылом "Рособоронэкспорта" 11 авиаперевозчиков в компании "Росавиа"²⁴, создания госкорпорации "Российское финансовое агентство" (РФА). В управление последней предполагалось передать от Центробанка средства Фонда национального благосостояния и Резервного фонда, от ВЭБа – пенсионные накопления, а также внешний и внутренний долг страны²⁵. Принято решение о создании "Автодора" – общенационального оператора дорожной сети, а "Ростехнологии" начинают освоение фармацевтического рынка.

Наиболее актуальны в связи с этим качественные оценки стратегии, целей (мотивов) и долгосрочных последствий (издержек) данного процесса. В первую очередь речь идет об экономической эффективности созданных в последние годы новых конгломеративных структур и госкорпораций.

Новая "большая приватизация"?

К середине 2008 г. началось замедление приватизационного процесса. Крупные сделки в этой сфере не были типичны и в предыдущие годы (хотя и по другим причинам). Однако финансовые проблемы потенциальных покупателей, как и нежелание государства реализовывать те или иные активы за бесценок в условиях кризиса, вызвали спад приватизации также средних и мелких объектов. Осенью 2008 г., в частности, было приостановлено использование таких методов приватизации, которые позволяют сбивать цену на объекты, априори имеющие минимальный спрос. Аналогичная ситуация, по всей видимости, касается возобновляемых доходов от использования государственной собственности (приостановка выплат дивидендов компаниями с государственным участием, выкуп земли и др.).

По официальным данным Росимущества, в середине января 2009 г. в реестре федерального имущества числилось 1 293 788 объектов недвижимого и движимого имущества (в том числе свыше 1,1 млн объектов учета, принадлежащих правообладателям на соответствующем вещном праве, и около 107 тыс. объектов государственной казны). В реестре были также учтены около 3600 пакетов акций, принадлежащих Российской Федерации, и почти 67 тыс. земельных участков. В ее собственности по-прежнему остается около 5700 ФГУП. План на 2008 год предусматривал продажу пакетов акций или государственных долей в 404 акционерных обществах и приватизацию (акционирование)

440 ФГУП; план на 2009 год (сентябрь 2008 г.) – 291 и 235 соответственно. При этом поступления в бюджет доходов от приватизации федерального имущества в 2008–2010 гг. ожидалось в размере 12 млрд руб. ежегодно.

По некоторым оценкам, ряд новаций в сфере управления государственным сектором, которые обсуждались или начали реализовываться в 2008 г., могли стать прелюдией к новому этапу "большой приватизации". Здесь надо назвать в первую очередь внедрение с лета 2008 г. независимых директоров в крупные смешанные компании (то есть имиджевая предпосылка повышения качества корпоративного управления перед публичным размещением акций), возможность увеличения срока приватизации с 1 до 3 лет (что позволяет пройти весь цикл подготовки к продаже того или иного пакета акций), потенциальную корпоратизацию (в подлинном смысле слова) созданных в 2007–2008 гг. госкорпораций.

Даже на уровне официальных комментариев планы новых крупных продаж осторожно выносят за пределы 2010 г. Вполне реалистичные прогнозы длительности кризисных явлений в российской экономике (минимум в 2009–2010 гг.), по всей видимости, затянут решение этого вопроса (при учете только экономических факторов, то есть вне идеологии госэкспансии). Но уже сегодня достаточно очевидны два крайних сценария.

Первый сценарий связан с вынужденным возвратом к использованию приватизационных инструментов для финансирования бюджетного дефицита (как это было в 1990-е годы), невзирая на низкую стоимость продаваемых активов. Реализация такого сценария возможна на пике кризиса при низких ценах на нефть, истощении финансовых (золотовалютных) резервов и увеличении бюджетного дефицита. По сути, речь идет о распродаже части активов государства по бросовым ценам, при этом внутренние мотивы можно классифицировать в широких пределах – от кратковременного (в силу невозобновляемости источника) обеспечения взятых ранее социальных обязательств перед населением до "закрытого" размещения приватизируемых за бесценок активов среди узкого круга субъектов. Вполне реально и их сочетание, однако в первом случае можно говорить об ошибочной экономической политике, во втором – о дальнейшей консервации модели "приватизация прибылей, национализация убытков".

Второй сценарий более оптимистичный, он базируется на предпосылках "мягкого" выхода из кризиса после 2010 г., постепенном восстановлении капитализации фондового рынка (стоимости активов) и начале штучных продаж на волне экономического подъема. При этом "большая приватизация" должна быть ориентирована не на решение бюджетных проблем, а на задачи количественной оптимизации госсектора и отказа государства от несвойственных функций управления хозяйствующими субъектами, как это было в 2000–2007 гг.

Возможен и альтернативный указанным сценариям вариант – дальнейшее количественное расширение госсектора (прямое и косвенное) в рамках антикризисных мер дирижистского характера, с последующей бессрочной консервацией в государственной собственности полученных объектов. С учетом рассмотренных выше антикризисных мер можно тем не менее предположить, что доминирующими становятся косвенные меры, что допускает реализацию того или иного приватизационного сценария.

Некоторые перспективы правового регулирования рынка

Эффективное государственно-правовое регулирование сферы слияний и поглощений, реорганизации, обращения акций, совершения крупных сделок и решения других

вопросов, касающихся приобретения и сохранения контроля над активами акционерных обществ, важно для любой экономики. Эти сферы корпоративного управления в значительной мере определяют предпринимательский климат в стране, от которого напрямую зависят и рост инвестиций, и доверие к государству.

Возможность проведения слияний и поглощений возникла с появлением открытых акционерных обществ, то есть с начала 1990-х годов. Законом РСФСР N 948-1 от 22.03.1991 г. "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках" была введена норма об обязательном согласовании с Антимонопольным комитетом сделок по слиянию и присоединению акционерных обществ. Становление системы правовых норм, регулирующих корпоративные отношения, началось с января 1995 г. после вступления в силу первой части Гражданского кодекса РФ, содержащего общие нормы реорганизации юридических лиц, открытых акционерных обществ, выпуска и обращения акций. Правовое регулирование слияний и поглощений было дополнено принятием федерального закона "Об акционерных обществах", вступившего в силу 1 января 1996 г.

В 1991–2008 гг. получили законодательное закрепление: основные положения о реорганизации обществ; механизмы приобретения крупных пакетов акций; способы и механизмы антимонопольного контроля сделок по слияниям и поглощениям; система специальных норм о слияниях и поглощениях обществ с государственным участием, финансовых организаций, стратегических предприятий, естественных монополий; некоторые механизмы защиты интересов миноритарных акционеров (добровольный и обязательный выкупы акций, косвенные иски).

Однако созданные механизмы недостаточно эффективны. Так, механизм реорганизации компаний фактически не выполняет свою функцию на рынке слияний и поглощений из-за уязвимости компании в период реорганизации и усиления угрозы потери контроля, высокой формализации процедуры, лишаящей реорганизацию экономической целесообразности, особенно в условиях быстро меняющейся рыночной конъюнктуры, длительности сроков реорганизации.

Введенные в 2006 г. механизмы приобретения крупным акционером акций в порядке обязательного предложения и принудительного выкупа стали шагом вперед в регулировании взаимоотношений крупных и мелких акционеров. Но их реализация тормозится правовыми недостатками принятых норм определения цены и отсутствием надлежащих условий для их эффективной реализации.

Полномочия ФСФР в сфере контроля принудительного выкупа нередко сводятся к проверке формального соответствия действий контролирующего акционера. При отсутствии однозначно определенных в законе полномочий по оспариванию оценки и признанию недействительным заключения оценщика такой административный контроль не способен дать положительный эффект. Правовые нормы, регламентирующие полномочия этого органа оспаривать оценки выкупаемых акций, должны быть расширены, а финансирование – предусматривать средства, достаточные и необходимые для проведения альтернативной оценки.

В числе факторов нецивилизованного (в том числе криминального) функционирования российского рынка слияний и поглощений следует назвать неэффективную систему привлечения к ответственности судей арбитражных судов и судов общей юрисдикции, а также исполнительное производство. Привлечь судей к уголовной ответственности за нарушение правовых норм, влекущих причинение значительного ущерба участникам

корпоративных конфликтов, достаточно сложно. Судебная система в России традиционно выполняет, помимо основной функции отправления правосудия, негласную защиту государственных интересов или интересов, представленных таковыми по значимым делам. Можно лишь определить направления корректировки ситуации:

- разработка системы мер по снижению зависимости судов от исполнительной власти;
- изменение системы распределения дел в судах, чтобы оно не зависело от усмотрения председателя суда, с одной стороны, и исключало возможность контактов участников процесса с судьей до рассмотрения дела – с другой;
- анализ причин неэффективности уголовно-правовых норм в сфере преступлений против правосудия, низкой эффективности механизма привлечения судей к уголовной ответственности;
- разработка эффективного механизма привлечения судей к ответственности, предусматривающего четкое разграничение судебной ошибки и умышленного нарушения правовых норм;
- развитие системы привлечения к ответственности приставов-исполнителей за нарушение норм ФЗ "Об исполнительном производстве";
- развитие системы арбитражно-процессуальных норм в части обеспечения исков (механизмы контроля обоснованности и законности требований заявителя по иску, критерии для вынесения судом обоснованного решения об обеспечении иска, адекватные средства реагирования предполагаемого должника на принятые меры по обеспечению иска, в том числе на незаконные и необоснованные);
- обеспечение определенности прав эмитента и реестродержателя в отношении реестра акционеров, создание эффективных механизмов контроля эмитентом, отвечающим за ведение реестра, за реестродержателя.

Отсутствие реальной конкуренции во многих отраслях экономики и ограниченные возможности ФАС влиять на деятельность наиболее крупных российских компаний и госкорпораций, в том числе в сфере слияний и поглощений, осложняют ситуацию в целом. За пределами антимонопольного контроля нередко находятся сделки слияний и поглощений, осуществляемые в оффшорах. При отсутствии качественных улучшений в сфере конкуренции развитие антимонопольного законодательства ориентировано на снижение уровня антимонопольного контроля сделок слияний и поглощений, предоставление государственных и муниципальных преференций.

Среди других направлений регулирования и развития правовой базы рынка, которые могут снизить масштабы корпоративных захватов и содействовать дальнейшему развитию цивилизованных механизмов слияний и поглощений, обеспечению защиты прав акционеров, можно назвать следующие:

- разработка комплекса мер по противодействию вовлечению реестродержателей в корпоративные конфликты;
- создание единой государственной системы учета прав на бездокументарные ценные бумаги;
- системное изменение подхода к принятию решений об обеспечении исков и регламентации механизма принятия предварительных обеспечительных мер;
- развитие (доведение до возможности "автоматической" или заявительной трансформации) механизмов преобразования акционерных обществ, не являющихся открытыми по сути, в общества с ограниченной ответственностью;
- законодательное закрепление обязанности определять цену выкупаемых на основании добровольного предложения ценных бумаг по рыночной стоимости;

- меры по дальнейшему развитию института оценки, направленные на снижение рисков получить неадекватную компенсацию при продаже акций компаний, которые не торгуются на бирже;
- введение в федеральное законодательство дополнительных норм корпоративного поведения менеджмента при слияниях и поглощениях, раскрытия информации и др.;
- развитие системы эффективных механизмов привлечения к ответственности высшего менеджмента акционерных обществ за действия и решения, принятые в нарушение интересов компании и ее акционеров;
- правовое урегулирование проблем, связанных с неэффективной и незаконной реализацией арестованного или конфискованного имущества;
- разработка комплекса мер по обеспечению ограниченного доступа к данным о деятельности компании и конфиденциальности такой информации, формирование эффективной системы мер надзора и ответственности за разглашение данных, полученных государственными служащими в процессе осуществления ими служебной деятельности;
- дальнейшее развитие института реорганизации компаний, в том числе законодательное закрепление возможности заключать соглашения реорганизуемых лиц с кредиторами, регулировать вопросы предъявления требований о досрочном прекращении обязательств, закрепление механизмов обеспечения исполнения реорганизуемой организацией обязательств перед кредиторами.

Основой дальнейшего стратегического развития регулирования рынка слияний и поглощений в России должно стать устранение конфликта интересов государства как участника и регулятора рынка (что требует, без сомнения, и политических решений). Этот конфликт инициирует воспроизводство общей практики "двойных стандартов" в отношении экономических агентов и снижает эффективность предоставления государственной помощи компаниям в период кризиса, ограничивает антимонопольный контроль кругом компаний, не оказывающих значимого влияния на российскую экономику.

Государство (в лице тех или иных институтов власти) пока не продемонстрировало умения эффективно управлять крупными предприятиями, не научилось публично и открыто приобретать и отчуждать крупные активы в условиях действительной конкуренции. Нередко стремление к усилению государственных позиций противоречит экономическому и здравому смыслу, а неформальные отношения определяют действия государства на рынке корпоративного контроля.

По всей видимости, в настоящее время формируются условия для того, чтобы в среднесрочной перспективе контролируемые государством (лояльные государству) хозяйственные и финансовые структуры приобрели контроль над рядом крупнейших и средних российских компаний и/или перераспределили их активы. Сделки аналогичного характера будут происходить и на региональном уровне. Именно сделки такого рода, направленные на смену собственников в пользу (про-)государственных структур и компаний, аффилированных с теми или иными представителями власти, составят в среднесрочной перспективе значительную долю на российском рынке слияний и поглощений и определят новую расстановку крупнейших игроков на некоторых наиболее важных российских рынках.

В числе значимых решений, направленных на преодоление отставания развития институтов рынка и устранение практики создания "своих" законов для "своих" компаний, могут стать изменение правовой формы всех существующих госкорпораций, а также

невозможность в дальнейшем не только их создания, но и разработки ряда "особых" положений законодательства, наделяющих тех или иных экономических агентов "особыми" правами. Индикатором реальной готовности к изменениям такого рода могут стать, к примеру, качество и интенсивность реализации комплекса предложений, содержащихся в разработанном в 2009 г. по поручению президента РФ проекте "Концепции развития законодательства о юридических лицах".

¹ Лазарева О. В. Экономические факторы изменения границ российских предприятий в переходный период. Материалы конференции "Сетевые формы межфирменной кооперации: стратегические вызовы и конкурентные преимущества новых организаций XXI века", 2004, 10 мар. – 29 апр.

² Сизов А. В. Макроэкономические и институциональные факторы государственного регулирования слияний и поглощений. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: ИЭПП, 2007.

³ Подробнее см.: Молотников А. Слияния и поглощения. Российский опыт. М.: Вершина, 2007. С. 25–32.

⁴ Для анализа динамики рынка слияний и поглощений использованы и обобщены доступные информационные ресурсы: [www. ma-journal.ru](http://www.ma-journal.ru), [www. mergers.ru](http://www.mergers.ru), [www. fnam.ru](http://www.fnam.ru), [www. lenta.ru](http://www.lenta.ru) и ряд других, а также данные, оценки и материалы, опубликованные в периодических изданиях и/или размещенные на официальных интернет-сайтах ведущих информационных агентств и периодических изданий за соответствующие годы ("Ведомости", "Коммерсантъ", "Слияния и поглощения" и др.).

⁵ См.: Хейфец Б. Зарубежная экспансия российского бизнеса и национальные интересы России // Слияния и поглощения. 2007. N 9. С. 56.

⁶ Под контролем подразумевается проведение сделок по приобретению от 51% и более процентов акций в случае, когда в роли объекта выступает акционерное общество, либо полное приобретение компаний с другими организационно-правовыми формами.

⁷ Гвардии С. В., Чекун И.Н. Финансирование слияний и поглощений в России. М.: БИНОМ, 2006. С. 22–23.

⁸ Абрамов А. Е. Институциональные проблемы развития российского фондового рынка // Российская экономика в 2006 году. Тенденции и перспективы. М.: ИЭПП, 2007. С. 693.

⁹ При этом учитывались только публичные конфликты, в которых стоимость вовлеченных в них предприятий превышает 5 млн долл. и в которых оспаривается право на оперативное управление компанией/имущественным комплексом.

¹⁰ Деньги. 2009. N 3.

¹¹ Слияния и поглощения. 2008. N 12.

¹² См.: Российская экономика в 2005 году. Тенденции и перспективы. М.: ИЭПП, 2006; Эксперт. 2006. N 3. С. 6.

¹³ По оценке А. Е. Абрамова (на основе данных фондовых бирж и Росстата), всего за период с 2005 г. по первое полугодие 2008 г. доля инвестиций от эмиссии корпоративных облигаций, направляемых в основной капитал, колебалась от 0,4 до 2,2%. Немногим лучше была ситуация с использованием средств, привлекаемых компаниями и банками в процессе IPO. В наиболее удачном 2007 г. с точки зрения объема IPO из 33 млрд долл., полученных от первичных и вторичных размещений акций, лишь 3,6 млрд долл., или 10,9%, пошли на прирост реального капитала.

¹⁴ Российский фондовый рынок. Первое полугодие 2008 года: События и факты / НАУФОР, Московская школа управления СКОЛКОВО. 2008.
www.naufor.ru/tree.asp?n=7144.

¹⁵ Коммерсантъ. 2008. 12 дек.

¹⁶ Деньги. 2009. N 6.

¹⁷ См.: Газета.Ru. 2008. 26 дек.

¹⁸ Примечательно, что 34 млрд руб. планировалось потратить на возмещение расходов госкорпорации по покупке акций ОАО "ВСМПО-Ависма". См.: Ведомости. 2009. 9–10 февр.; Коммерсантъ. 2009. 6 фев.

¹⁹ См.: Rb.ru: Деловая сеть. 2009. 17 марта.

²⁰ См., например: Радыгин А.Д. Стабильность или стагнация? Долгосрочные институциональные проблемы развития российской экономики // Экономическая политика. 2007. N 1.

²¹ Коммерсантъ. 2009. 4 фев.; Деньги. 2009. N 5.

²² Государственный капитализм (спецвыпуск) // SmartMoney. 2009. N 5.

²³ Обсуждается возможность выкупа одной из структур ВЭБа 40% акций "Ростелекома", которые находятся на балансе инвестбанка КИТ Финанс. Госкорпорация также может получить 75% минус одна акция "Связьинвеста", принадлежащие государству, и 25-процентный пакет холдинга, находящийся в собственности АФК "Система".

²⁴ Эксперт. 2009. N 11. С. 26–27.

²⁵ Rb.ru: Деловая сеть. 2009. 13 янв.