

Глава 11. Современные тенденции консолидации, интеграции и реорганизации крупных корпораций (групп)

Консолидация собственности, продолжающиеся процессы концентрации акционерного капитала, объединения предприятий и реорганизации уже созданных бизнес-групп (холдингов), внутри- и межотраслевая экспансия стали главными тенденциями институционального развития корпоративного сектора в 2000-х гг. Данная характеристика относится не только к крупнейшим частным корпорациям и группам, но и в значительной степени к политике государства в лице исполнительной власти в отношении остающихся в собственности государства активов.

Существенно, что анализ реорганизационных изменений 2000-х гг. позволяет выявить различные стратегические мотивы – по степени «зрелости» группы¹. При этом развитие стандартов корпоративного управления прямо связано с той или иной реорганизационной и долгосрочной стратегией компаний. Особенности последней, как показывает опыт 2002 г., обусловлены также представлениями владельцев групп об особенностях их международной экспансии в ближайшие годы.

11.1. Первые шаги в общей логике консолидации²

Как известно (и частично отмечалось выше), 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 контрольные пакеты 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 1996–1997 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.Махмудова и ряд других. Данные группы выделены по принципу многорегиональности деятельности – например, группа М.Шаймиева, группа

¹ 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 сайтов эмитентов, СКРИН НАУФОР, РИД, Ассоциации по защите прав инвесторов и иных ресурсов Интернета, периодических изданий ИД «Коммерсантъ», «Финансовая Россия» («Финанс»), «Ведомости», «Эксперт», «Финансовые известия», «Компания», «Журнал для акционеров», «Рынок ценных бумаг» и ряда других.

² При участии И.Сидорова.

Ю.Лужкова, группа В.Богданова («Сургутнефтегаз»), группа АЛРОСА по масштабам деятельности превосходит 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 предприятия (например, в результате многоступенчатой модели приватизации в руках владельцев 49% акций ТНК 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 получать на личные счета около 10% от прибыли, получаемой подконтрольными им предприятиями (без учета доли, причитающейся миноритарным акционерам) – в случае, 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, взятым на вооружение группами, контролирующими предприятия, было следующее:

– 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 занижения экспортных цен³;

– после того как полученные таким образом средства поступали в подконтрольные оффшорные компании, они распределялись 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

³ Еще для 2000 г. была характерна более примитивная схема, например: поставки нефтедобывающего предприятия по минимальной цене в ООО или ЗАО Калмыкии, оттуда по максимальной цене на нефтеперерабатывающий завод, затем в зарубежные оффшоры. По оценкам, если при этом был бы легализован весь сложившийся «институциональный срез» организации бизнеса, доходы партнеров упали бы примерно в 8 раз.

стали крупными, а не исчезли с российского экономического горизонта вместе с хозяевами).

«Производственное» использование средств, помимо перечисленных выше «необходимых» вложений, включало в себя вложение в укрепление степени юридического контроля и параллельное увеличение доли собственности на подконтрольные предприятия. В 1997–2003 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 или, если и вкладывают средства куда-либо, то, как правило, максимально далеко от России. Другой группой акционеров, доли 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 размытия миноритарных акционеров в ходе дополнительных эмиссий акций, банкротства подконтрольных предприятий (предварительно получая контроль над основной суммой кредиторской задолженности), проводя обмены акций в свою пользу (см. главу 10).

Сравнительная легкость этого процесса концентрации экономических интересов была связана с крайне низкой ценностью миноритарных пакетов акций – практически вся прибыль компаний концентрировалась контролируемыми группами в безналоговых зонах, фирмах-однодневках, зарубежных трейдерах и толлингах. 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.

Современная завуалированная структура собственности, созданная, в частности, в сырьевых отраслях, вызвана *возникшей к 2001 г. принципиальной дилеммой: «партнерства» в рамках каждой крупной группы фактически сложились, и потребовалось сделать структуру собственности и дохода более легальной.* Следующим логическим шагом стало создание оффшорных холдингов (во избежание дополнительного налогообложения в России), а владельцы («партнеры») укрываются за группой сложных юридических структур через холдинг. Все организационные схемы стали квазилегальными (т.е. формально не противоречащими законодательству), за двумя исключениями: перманентное нарушение антимонопольного законодательства (не менее 20 % сделок, по оценкам) и трансфертное ценообразование (в том числе как способ вывоза капитала, хотя правового регулирования здесь практически нет).

При этом, по всей видимости, внутри- и межотраслевая экспансия крупных групп, базирующихся в добывающих отраслях, в начале 2000-х гг. оказалась близка к своему порогу. Это связано, в частности, 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, преобразуемые ГУП, атомная отрасль, генерирующие мощности электроэнергетики, объекты МПС) и зарубежной экспансией крупнейших компаний.

11.2. Новые тенденции 1999–2001 гг.: интеграция, переход к полному контролю и «юридическое оформление» групп

В крупнейших компаниях России процесс реорганизации стал объективной необходимостью для дальнейшего долгосрочного развития. Основной и в целом позитивной тенденцией, проявившейся в 1999–2000 гг., стал *переход 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 аналогичные тенденции стали характерны для химической, пищевой промышленности, гражданского авиастроения, ряда секторов ВПК (хотя в последнем многолетние попытки создания или, точнее, восстановления вертикально интегрированных структур «сверху» не были успешными) и других отраслей.

Прежде всего изменились *критерии формирования* таких структур (в отличие от прежних ФПГ 90-х гг.):

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

По всей видимости, *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*.

Наиболее масштабным примером 2000–2001 гг. стал процесс формирования и фактически развала неформального конгломерата, связываемого наблюдателями с деятельностью И.Махмудова, М.Черного, О.Дерипаски, «ЕвразХолдинг», «Группы МДМ» и других⁴. Его структура не была 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 (70%), автомобилестроения. В последнем случае в орбиту интересов группы были вовлечены ОАО «ГАЗ», «ПАЗ», Заволжский моторный завод, подшипниковые заводы. Имевшая место осенью 2000 г. активизация на рынке акций ОАО «АвтоВАЗ» расценивалась некоторыми наблюдателями как подготовка к поглощению. Отмеченные конфликты между группой «Интеррос» и Уральской горно-металлургической компанией были связаны, видимо, с интересом холдинга к РАО «Норильский никель».

С учетом совокупной роли указанных структур в экономике России одним из наиболее важных вопросов стал вопрос об уровне и экономико-политическом обосновании властной поддержки по сути беспрепятственной экспансии холдинга. Очевидно, что осуществленные слияния и поглощения, равно как и необходимые финансовые ресурсы для них (в том числе, видимо, реинвестиции из-за рубежа), столь значимы, что не могли не стать объектом санкционирования со стороны высшей

⁴ См. например, интервью М.Черного в: Ведомости, 2000. 1 ноября, а также многочисленные публикации и обзоры в деловой периодике 2000–2001 гг. о формировании группы.

власти. Даже формально пассивная позиция властей является определенным индикатором для оценки реальных воззрений власти на дальнейшую структурную трансформацию экономики. 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». Система партнерства предполагает ориентацию на текущие краткосрочные доходы, и, соответственно, возникают проблемы согласования и осуществления долгосрочной инвестиционной стратегии.

Процесс *вертикальной интеграции* (нефть, газ, химия, металлургия) обеспечивает концентрацию добывающих и перерабатывающих производств. 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»).

Хотя существуют различные точки зрения об эффективности вертикальной интеграции⁵, ее очевидное преимущество в России связано, в частности, 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 с 2000 г. (прежде всего со стороны предприятий черной и цветной металлургии) прямо связана со стремлением регулировать объемы добычи, поставки и цены, а также обеспечить эффективное давление на электроэнергетические компании. Следующим логическим шагом новых вертикально интегрированных групп (с металлургическим «ядром») станет покупка энергетических мощностей. Выделение и продажа генерирующих компаний в рамках потенциальной реструктуризации РАО «ЕЭС России» со всей очевидностью приведет к их скупке именно металлургическими группами, влияние которых на экономику страны резко возрастет. 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.

Горизонтальная 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.

Строительство вертикально- и горизонтально- интегрированных холдингов (субхолдингов) в рамках крупных групп было характерно для ряда отраслей.

⁵ См.: Бендужидзе К. Вертикальная интеграция работает только на несовершенных рынках // Эксперт, 2001. № 1–2. С. 33. В частности, точка зрения автора сводится к тому, 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.).

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

Во-первых, процесс концентрации собственности здесь перешел на новый уровень. В 90-е гг. (после приватизации) процесс концентрации акционерного капитала шел преимущественно в рамках одного (базового) предприятия. Деятельность так называемых ФПГ (формальных и неформальных) в этой связи не показательна, ибо их имущественная стратегия обычно носила хаотичный характер и не имела технологической основы. В 1999–2001 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 могло быть обсуждение совместного проекта «СУАЛ-холдинг» и «Русского алюминия» 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).

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 начале 2000-х гг. как по инициативе крупнейших многоотраслевых групп («извне»), так и на базе самостоятельных и крупных машиностроительных структур (ТВЭЛ, группа Бендукидзе, «Силовые машины», «Новые программы и концепции», «Сибирский алюминий»/ «Базовый элемент» и др.).

Существует немало примеров агрессивной стратегии групп при поглощении компаний, основанной на элементарной дискредитации прежнего менеджмента и использовании «административного ресурса».

Так, например, логика действий ИПГ «Сибирский алюминий» при поглощении автомобилестроительных предприятий описывается следующим образом: 1) массивная 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.

Группа «МДМ» при поглощении, например, АО «Невинномысский азот» (Ставропольский край)⁶ 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 государства. Реализация этой схемы сопровождалась дополнительными мерами: дискредитация в прессе действующего генерального директора⁷ и его арест налоговой полицией, проведение внеочередного собрания «на территории» группы в Мурманской области (благодаря этому милиция смогла не допустить на собрание «посторонних» акционеров (частных и представляющих государство) в связи с «нарушением паспортного контроля»).

В качестве яркого примера 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 палаты, 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 дивиденды⁸.

По оценке Института корпоративного права и управления, первоначально (2000–2001 гг.) процессы реорганизации происходили при различном уровне прозрачности (с точки зрения интересов мелких акционеров). Для этого периода можно выделить три типа: консолидация РАО «Норильский никель» и НК «Сургутнефтегаз» (мелкие акционеры поставлены перед фактом), реструктуризация холдинга РАО «ЕЭС России» (мелкие акционеры проинформированы, но не привлечены изначально к подготовке программы), телекоммуникации (информирование и привлечение мелких акционеров к разработке программы).

Сравнительно новой практикой стала в этот период *консолидация акций*. Еще осенью 2000 г. (до поправок августа 2001 г. в закон «Об акционерных обществах») ФКЦБ заявляла о неприемлемости существующей практики консолидации, направленной на вытеснение «чужих» акционеров. На практике, к примеру, Санкт-Петербургское отделение ФКЦБ в сентябре 2000 г. зарегистрировало выпуск 20 обыкновенных акций ОАО «Северная нефть» (Республика Коми), которые должны быть обменены на все прочие (после дополнительной эмиссии, размывшей доли ряда акционеров). Те акционеры, которые не располагали пакетом, достаточным для конвертации в 1 акцию (т.е. держатели так называемых дробных пакетов), должны были получить денежную компенсацию.

⁶ В минерально-химическую компанию группы входят также Ковдорский ГОК (Мурманская область) и АО «Фосфорит» (Ленинградская область).

⁷ 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 два беспроцентных займа на общую сумму 160 млн руб., которые были использованы для выкупа порядка 10–16% акций комбината.

⁸ Финансовая Россия, 2001. № 29. С. 6; № 41. С. 4.

В компании «Сибнефть» необходимость консолидации акций дочерних компаний обосновывалась тем, что остающиеся мелкие акционеры (менее 5% акций) не отреагировали на предложение перейти на единую акцию и фактически недоступны. Консолидация в этой ситуации стала способом трансформации миноритарных акционеров в кредиторов (через предложение о выкупе дробных пакетов). В декабре 2000 г. решение о консолидации акций принято собранием акционеров АО «Сибнефть–Омский нефтеперерабатывающий завод» (72 акции). Аналогичное решение принято в АО «Сибнефть–Омскнефтепродукт». Мелким акционерам, тем не менее, был предложен выбор: получение денежной компенсации за дробные пакеты, обмен акций на акции холдинга (т.е. «Сибнефть») до завершения консолидации, создание консорциума «дробных» акционеров, совместно владеющих несколькими акциями. При доведении доли в дочерних компаниях до 100% предполагалась их реорганизация в ЗАО или ООО, чем резко упрощаются процедуры управления и расширяются возможности материнской компании по манипулированию.

В целом необходимо заметить, что возникавшие между компаниями и мелкими акционерами конфликты по поводу перехода на единую акцию (в основном касательно коэффициентов обмена) чаще всего решались конструктивно и на стадии переговоров. Первой из российских нефтяных компаний переход на единую акцию начала НК «Лукойл», затем «Сургутнефтегаз», «ЮКОС» и «Сибнефть». Интересно отметить, что *по мере консолидации активов дочерних компаний возрастала формальная прозрачность и открытость компаний* по отношению к мелким акционерам (видимо, первичной здесь является консолидация). Так, «ЮКОС» и «Сибнефть» приняли кодексы корпоративного управления, ввели «независимых директоров». НК «ЮКОС» заявила о переходе на международную финансовую отчетность и исключила из устава положение об объявленных акциях.

Показательным примером является консолидация 100% акций добывающих предприятий ТНК, фактически завершенная к январю 2002 г. До начала процесса консолидации холдинг был 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 законен с 1 января 2002 г.). Одновременно завершилась юридическая реорганизация. 97% акций ТНК находятся в собственности «ТНК-Интернэшнл», которая паритетно учреждена (в Лондоне) в конце 2001 г. партнерами/владельцами «Альфа-групп» и «Ренова»⁹.

Если «ТНК» и «Лукойл» (которая, собственно, первой еще в 1997 г. осуществила консолидацию через обмен своих акций на акции дочерних компаний и преобразовала затем последние в ООО) смогли провести консолидацию практически без конфликтов с миноритариями, то «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

⁹ Ранее партнеры/владельцы «Альфа-групп» и «Ренова» контролировали ТНК через три дочерних ЗАО, созданных также на основе паритетного участия, – «Новые приоритеты» (49,86%), «Новый холдинг» (40%), «Нью Петролеум Файненс» (10,1%).

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. Определенный рост прозрачности структуры активов группы, тем не менее, ни в какой мере не связан с формальной идентификацией бенефициаров – физических лиц.

Группа «Сибал» после перевода алюминиевых активов в «Русский алюминий» с 2000 г. зарегистрирована как инвестиционно-промышленная группа «Базовый элемент» 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 автомобилей¹⁰. Предполагается расширение числа субхолдингов с отраслевой специализацией (авиастроение, лесная промышленность, энергетика, горнорудное дело).

Завершилась реорганизация в 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.

Институциональным итогом реформы ВПК в ближайшие несколько лет должно стать появление относительно ограниченного числа крупных холдингов, контролируемых государством. В авиационной промышленности, в соответствии с принятой правительством РФ в мае 2002 г. программой, к 2004 г. должны быть созданы 5 интегрированных структур, в том числе 2 многопрофильных холдинга, производящих как военную, так и гражданскую продукцию.

Осенью 2002 г. завершено юридическое оформление процесса укрупнения российских телекоммуникационных компаний в рамках холдинга «Связьинвест». Итогом этого процесса стало создание 7 межрегиональных компаний («Центртелеком», «Северо-Западный Телеком», «Уралсвязьинформ», Южная телекоммуникационная компания, «Сибирьтелеком», «Волгателеком», «Дальсвязь») на базе 72 операторов. Безусловно, формальная консолидация предполагает не менее трудоемкий последующий этап – фактическую консолидацию межрегиональных дочерних компаний, ужесточение управленческого контроля со стороны холдинга, программу роста капитализации.

В 2001 г. началась реорганизация активов группы «Интеррос». Помимо самостоятельной реструктуризации РАО «Норильский никель», в рамках группы более четко разграничены стратегические прямые активы и портфельные вложения. К первой группе относятся ГМК «Норильский никель», холдинги «Силовые машины» (скупка

¹⁰ Интересен факт подписания в мае 2001 г. соглашения с губернатором Челябинской области П.Суминым о предоставлении «Сибалу» режима наибольшего благоприятствования при поглощениях в регионе.

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 распродажу портфельных (или не рассматриваемых как стратегические) вложений с последующим инвестированием полученных средств в активы группы.

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, возможно, будет переход от аморфных конгломератов, созданных спонтанно в условиях изобилия финансовых 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 его международной конкурентоспособности*. 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.

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.

Применительно к перспективам корпоративного управления в России описанные тенденции будут оказывать достаточно многоплановое и часто противоречивое воздействие:

– именно по мере консолидации собственности будет возрастать формальная прозрачность компаний, и, соответственно, «безопасный» переход к международным нормам корпоративного управления;

– завершение процессов консолидации собственности создает 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 следует заметить, что на первый план выходят правовые новации в области реорганизации, слияний и поглощений компаний. По-прежнему актуально улучшение законодательства о несостоятельности. Актуальным остается и вопрос о степени регулирования (контроля) «экономической концентрации» (в терминах антимонопольного законодательства) и деятельности фактических контролирующих собственников (и их менеджеров), которая может осуществляться в ущерб иным группам акционеров (дивиденды, трансфертное ценообразование, занижение экспортных цен, вывод активов, налоги, вывоз капитала и др.)

Проявившаяся со стороны государственной власти в 2001–2002 гг. тенденция к имущественной экспансии, установлению контроля за основными финансовыми потоками российской экономики и – более широко – к обеспечению зависимости бизнеса от государственных институтов и строительству модели «государственного капитализма» (несмотря на решения по дерегулированию и планы дальнейшей приватизации) особенно остро ставит вопрос о защите прав собственности, судебной реформе и эффективном правоприменении.

11.3. Дифференциация стратегических мотивов в зависимости от стадии «зрелости» группы (опыт 2002 г.)

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 – около 9000, 1999 – около 11 000, 2000 – около 16 000, 2001 – 20 000, 2002 г. – 24 000.

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 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.*

В настоящее время существуют несколько основных типов юридического оформления существующих групп:

– полностью прозрачная структура пирамидального холдинга вплоть до мажоритарных акционеров–физических лиц, оффшорных трастов и их бенефициаров («ЮКОС» и АФК «Система» с 2002 г., хотя и в силу разных мотивов). Данный вариант является, видимо, пределом допустимого в условиях современных российских реалий раскрытия информации о структуре собственности;

– формально прозрачная (но не показывающая бенефициаров) структура собственности в холдинге («Лукойл» и другие нефтяные холдинги после перехода на единую акцию, «ТНК-Интернэшнл» до объединения российских активов с ВР в 2003 г., завершающие реорганизацию металлургические холдинги и др.);

– 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., некоторые металлургические группы);

– «оболочечный» холдинг, фактически функционирующий как единая структура с реальными управленческими полномочиями, но в котором ни контролирующей 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» до 2002 г.);

– группа, предусматривающая различные уровни вовлеченности участников. Например, в рамках кондитерской группы «СладКо» (хотя в итоге проект полностью не состоялся) действовало некоммерческое партнерство «СладКо», объединяющее ряд предприятий. Одновременно в качестве единой компании создавалось ОАО «КО «СладКо», к которому должны были быть присоединены принявшие соответствующие решения предприятия (их акционеры).

Дополнительные нюансы связаны с регистрацией головной компании в виде ООО или ЗАО, или в виде партнерства 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%-ная 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.).

Достаточно очевидно, что формирующаяся структура группы (в том числе степень ее прозрачности) и преследуемые в рамках программ реструктуризации *цели в значительной степени обусловлены конкретным этапом развития предприятия* (группы предприятий).

Завершение процессов институционального формирования (консолидации) относительно стабильных бизнес-групп в нефтяной отрасли к началу 2000-х гг. не исключает дальнейшую экспансию в нефтяной и в других отраслях. Тем не менее текущие программы реструктуризации крупнейших нефтяных компаний достаточно сходны и в первую очередь ориентированы на оптимизацию имущественных активов,

снижение себестоимости добычи нефти за баррель, наращивание добычи и увеличение экспорта нефтепродуктов, развитие газодобывающего сектора.

Программы нефтяных компаний «ЮКОС», «Сибнефть» и с 2002 г. «Лукойл» предусматривают также набор стандартных мер для увеличения капитализации компаний: отчеты, построенные на основе US GAAP, вывод сервисных и непрофильных структур, включение в совет директоров независимых директоров, дивидендная политика и др. Так, «Лукойл», утративший в последнее время позиции лидера отрасли, предполагает продажу 206 непрофильных компаний, закрытие 1/4 низкорентабельных скважин (около 5000), сокращение персонала. В совет директоров, состоящий из 11 членов, на годовом собрании акционеров 2002 г. введено 3 независимых директора (в «ЮКОСе» избранный в 2002 г. совет директоров помимо двух высших менеджеров компании включает 9 независимых, или, по крайней мере, прямо не связанных с компанией, директоров). Тем не менее существующая сложная структура холдинга и уровень прозрачности пока не адекватны задачам повышения капитализации компании. Напротив, одним из существенных корпоративных событий 2002 г. стало раскрытие компанией «ЮКОС» данных о структуре собственности группы, что также сказалось на росте капитализации (стимулом для этого стало получение листинга на Нью-Йоркской фондовой бирже и размещения ADR 3-го уровня).

Таблица 11.1

Формирование формальных стандартов корпоративного управления в нефтяном секторе и некоторые сопряженные характеристики, к концу 2002 г.

	Лукойл	ЮКОС	Сургут-нефтегаз	ТНК	Сибнефть**	Татнефть
Выделение непрофильных активов	2001	1998*	-	-	1997	2002
Финансовая отчетность US GAAP	1998	2001	2002	-	1998	2000
Дивиденды не ниже 10% от прибыли по МСБО («западные» аналоги – от 30 до 70 %)	1993 (около 15%)	2001 (около 15%)	2-5 %	-	2001 (около 15%)	2-5 %
Независимые директора	2002	2000	-	-	1998	-
Кодекс (устав, принципы) корпоративного управления	-	2001	-	Проект в февр.2003	1998	-
Наличие комитета совета директоров по корпоративному управлению	-	2000	-	-	1998	-
Выпуск ADR	1996	2001	-	-	2000	1998
Раскрытие данных о структуре собственности	-	2002	-	-	-	-
Выход основных собственников-акционеров из состава менеджмента	-	-	-	-	1996	-
Доля свободно обращающихся акций (free float), % УК, декабрь 2002	Около 60 (>25 после 2000 г.)	20-25	Н.д.	10-15	15	Н.д.
Возможность миноритариев влиять на уровень доходов (компенсаций) менеджеров и получать соответствующую информацию	2001	-	-	-	-	-
Равенство субъектов рынка перед эмитентом (запрет на	-	-	-	-	-	-

использование инсайдерской информации при покупке акций сотрудниками (афф. лицами); запрет на передачу имеющей существенное значение, но неопубликованной информации, частным лицам и организациям						
Опционные программы	-	2001	-	-	-	2001
Место в рейтинге корпоративного управления ИКПУ, всего 25 компаний, 3-й кв. (2-й кв.) 2002	7(9)	5(5)	17(19)	20(20)	6(7-8)	21(22)
Рейтинг популярности СКРИН НАУФОР, 50 эмитентов, январь 2003 (январь 2002)	1(1)	7(10)	4(4)	16(18)	14(15)	17(14)

* На рубеже 2001–2002 гг. (перед приватизацией остающегося у государства пакета) обсуждалась так и не получившая однозначного толкования проблема вывода активов из дочерней компании «ЮКОС» – ВНК. Впрочем, проблема приемлемых с точки зрения миноритарных акционеров экономико-правовых границ (условий) вывода активов и трансфертного ценообразования характерна для большинства холдингов (групп).

** Отчетность компании 1998 г., равно как и состав «независимых директоров», вызывали целый ряд замечаний аналитиков. 90% прибыли, выплаченной в 2001 г. в виде дивидендов, со всей очевидностью нельзя интерпретировать в контексте стандартных целей дивидендной политики.

Источник: веб-сайты компаний; Коммерсантъ–нефть и газ, 2002. № 114; оценки автора.

Очевидно, что рост капитализации, с точки зрения инвестора свидетельствующий об эффективности управления активами, предоставляет компании целый ряд преимуществ – эффективный выход на рынок ценных бумаг, имидж и престиж эффективных менеджеров, возможность получения кредитов под залог акций, выгодной продажи или слияния компании, реализация компенсационных программ для работников и др. Вместе с тем (и это отнюдь не российская специфика, о чем свидетельствует, к примеру, опыт Enron) капитализация отнюдь не всегда отражает динамику фундаментальных показателей, но может быть связана с инерционной «модой» на уже переоцененные акции в условиях ограниченного (по количеству торгуемых бумаг) рынка и эффективным информационным обеспечением (PR, позитивные финансовые отчеты аналитиков и др.).

Так, по оценкам, «Сургутнефтегаз» является одной из самых эффективных компаний России, имеющей фундаментальный базис для роста (прирост добычи, объем извлекаемых запасов), обеспеченный крупными капиталовложениями. При этом традиционная политика компании характеризуется закрытостью, игнорированием интересов миноритариев и существенно более низкими, чем у конкурентов, дивидендами. Тем не менее, в 2002 г. «Сургутнефтегаз» опубликовал финансовую отчетность по стандартам US GAAP за 2000–2001 гг., предполагая в дальнейшем ежеквартальную публикацию отчетности и развитие программы улучшения корпоративного имиджа.

Государственная «Роснефть» также опубликовала в 2002 г. финансовую отчетность по стандартам US GAAP за 2000–2001 гг. Тем не менее, с точки зрения складывающихся в холдинге имущественных отношений, компания пока отстает от своих конкурентов. Если последние фактически завершили процессы консолидации дочерних компаний и перешли на единую акцию в конце 1990 – начале 2000-х гг., то политика консолидации в «Роснефти» далека от завершения. Одной из проблем в этой связи является структура владений в дочерних компаниях – 51% обыкновенных голосующих акций, но лишь 38% от уставного капитала (при невыплате дивидендов по привилегированным акциям «Роснефть», таким образом, теряет контроль, что уже происходило в 1997 г.). Очевидной итоговой целью «Роснефти» является достижение квалифицированного контроля над дочерними предприятиями с последующим переходом на единую акцию. Это тем более актуально для компании с учетом

конфликтов с миноритариями 2002 г. касательно трансфертного ценообразования в холдинге.

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.

Политика раскрывания корпоративного имиджа и искусственного «накачивания» капитализации может свидетельствовать, в частности, о подготовке к продаже или паритетному международному слиянию. При прочих равных условиях приход иностранных совладельцев в некоторые российские нефтяные компании (в различных организационных формах) оценивается как вопрос времени, обусловленный, во-первых, достижением российскими компаниями определенного уровня ценового соответствия зарубежным аналогам при пересчете их стоимости с учетом запасов, во-вторых, наличием альтернативных возможностей вложения вырученных средств в российской экономике¹¹.

В 2002 г. вслед за нефтяным сектором целый ряд крупных холдингов (групп) приступили к программам реорганизации, направленным на ужесточение контроля и консолидацию управления приобретенными активами. Можно выделить два основных направления такой реорганизации.

Во-первых, это *стратегия упорядочивания активов* (избавления от непрофильных предприятий), которая была характерна в 2002 г. не только для нефтяной отрасли, но для большинства крупных относительно сформированных групп.

Программа реструктуризации ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» не связана с консолидацией активов и предусматривает создание в 2003 г. (на первом этапе без юридической самостоятельности) 6 бизнес-подразделений в рамках ОМЗ с самостоятельным балансом и бюджетом – горное, атомное, металлургическое, нефтегазовое оборудование, спецстали и судостроение. Не исключена возможность последующего выделения подразделений в самостоятельные компании и их продажа. Сходная программа реструктуризации активов начата в 2002 г. в ОАО «Северсталь». Предполагается формирование трех холдингов (металлургический ОАО «Северсталь», автомобильный ОАО «Северсталь-Авто» и горнодобывающий ОАО «Северсталь-Ресурс»), контролируемых ЗАО «Северсталь-груп». Целями такой реструктуризации являются освобождение основного – сталелитейного – бизнеса группы от непрофильных активов и повышение капитализации для последующего выхода на фондовый рынок США.

Политика РАО «Газпром» в отношении упорядочивания своих активов представляется гораздо более сложной, в частности, в силу необходимости возврата в компанию части выведенных ранее профильных активов. Произошедшее в 2002 г. восстановление контроля над «СИБУРОм» недостаточно для эффективного управления и требует наращивания участия «Газпрома» в этой компании до квалифицированного большинства. Следует отметить также, что в 2002 г. восстановлен контроль над компаниями «Запсибгазпром», «Пургаз», «Востокгазпром», Южно-Русским месторождением и рядом других. Одновременно происходит процесс реализации непрофильных активов (выручка 7 млрд руб. в 2002 г. при затратах на возврат

¹¹ Использованы оценки ИК «Центринвест», ИК «Финанс-аналитик», Института финансовых исследований, ИК «НИКойл», ИК «Проспект», ИК «Атон», обзоры нефтегазовой отрасли RusEnergy.com.

профильных активов около 9,5 млрд). Очевидно, тем не менее, что специфика РАО как федерального естественного монополиста не позволяет даже приблизительно рассматривать указанные процессы как программу реструктуризации. Более серьезные реформы в отношении РАО, видимо, заморожены, как минимум, на 1,5 ближайших года.

Во-вторых, *ужесточение систем управленческого и имущественного контроля*, что характерно как для завершивших свои экспансионистские программы групп, так и для продолжающих корпоративное «строительство». В отличие от относительно распространенной на Западе практики только управленческой консолидации производства, последняя в России, как правило, следует за имущественной, но никогда не рассматривается как самодостаточная (или лишь временно на стадии установления имущественного контроля).

Фактически завершено строительство промышленных субхолдингов группы МДМ. Завершающей, по данным представителей группы, стала сделка по приобретению минерально-химической корпорацией «Еврохим» 80% акций АО «Азот». Как и в ряде других групп, первым этапом реструктуризации является ужесточение (по вертикали) структуры управления активами. Во-первых, в советах директоров основных предприятий усилено представительство холдинга. Во-вторых, происходит процесс консолидации управленческих функций: вместо генеральных директоров, назначаемых и сменяемых советом директоров или общим собранием акционеров, управление на местах должны осуществлять исполнительные директора, назначаемые холдингом и действующие по доверенности.

Следующим логичным шагом является переход каждого из холдингов (МКХ «Еврохим», Трубно-металлургическая компания, «Байкал-уголь») на единую акцию (создание единого юридического лица, включающего контролируемые предприятия на правах подразделений), трансформация в публичную компанию и выход на фондовый рынок (IPO в 2003–2004 гг.). Итогом реорганизации может стать и последующая децентрализация управления субхолдингами со стороны ядра группы МДМ.

Ужесточение стратегии управления своими предприятиями предпринято также в «Русском алюминии» (паритетный контроль «Сибнефти» через компанию Millhouse и группа О.Дерипаски). Еще в начале 2002 г. речь шла о создании единого управляющего органа 8 предприятий холдинга – дочернего (по отношению к «Русскому алюминию») ООО «Русал – управляющая компания». Предприятия основного профиля группы (основные мощности) предполагалось оставить независимыми юридически, однако все вспомогательные производства и услуги централизовать. Бывшие директора предприятий холдинга утрачивали в этой схеме статус генеральных и осуществляли свои функции по доверенности как исполнительные «управляющие директора», являющиеся сотрудниками ООО. Уже осенью 2002 г. консолидация 27 предприятий холдинга в 6 бизнес-направлений и переход на единую акцию стали более приоритетными задачами (по крайней мере, согласно официальным заявлениям). Хотя существует целый ряд требующих решения юридических проблем (разрешение МАП РФ покупку более 20% акций, процедура трансформации ОАО в ООО для ряда предприятий, принудительный обмен/выкуп миноритарных пакетов при поглощении/присоединении), аналогичное поглощение подконтрольных заводов проводило ОАО «СУАЛ» в январе 2001 г.

Интересно заметить, что в контролируемой компанией «Базовый элемент» ОАО «Горьковский автомобильный завод» реструктуризация, начавшаяся в 2002 г., идет по противоположному пути – от единой компании к классическому холдингу – и, по сути, сводится к выделению структурных подразделений в дочерние общества. Такие общества могут быть созданы на основе завода штампов и пресс форм, завода коробок

скоростей, автомобильных мостов, литейного производства, производства легковых и грузовых автомобилей и др. Помимо снижения себестоимости выпуска, расчет сделан на создание СП на базе дочерних обществ.

Те промышленные холдинги, которые еще находятся в стадии формирования и продолжают имущественную экспансию, одновременно проводят политику установления жесткого контроля над уже приобретенными активами.

Продолжение экспансии Уральской горно-металлургической компании (УГМК) связано с формированием вертикально интегрированного медного холдинга, включающего (через систему оффшорных владений) более 20 предприятий горнодобывающей промышленности и цветной металлургии. УГМК одновременно выступает в роли управляющей компании. На данном этапе речь идет об обеспечении «юридической чистоты» контроля над рядом и без того вовлеченных в группу компаний (разрешения МАП России на приобретение крупных пакетов акций Гайского ГОК, «Уралэлектромеди» и других). Следующим логичным шагом легализации (повышения прозрачности) системы владений группы должен стать перевод контрольных пакетов входящих в группу предприятий из оффшорных компаний в УГМК, последующий переход на единую акцию, вывод акций консолидированной публичной компании на зарубежные фондовые рынки. По оценкам, стратегия поглощений группы, тем не менее, не завершена.

Дальнейшая реструктуризация компании «Евразхолдинг» предполагает переход сталелитейных предприятий холдинга (Новосибирский, Кузнецкий, Западно-Сибирский, Нижнетагильский металлургические комбинаты) на единую акцию к 2005 г., однако предварительным условием данной операции должно стать урегулирование потенциальных проблем в сфере управления предприятиями (получение холдингом полномочий исполнительного органа). В частности, предполагается придание холдингу статуса управляющей компании в отношении Западно-Сибирского и Нижнетагильского металлургических комбинатов (для чего необходимо не менее 75% голосов на собрании акционеров). Следует заметить, что ликвидация функций генерального директора и переход исполнительных полномочий к специально создаваемой управляющей компании (что предполагает и квалифицированный контроль) имеет такое несомненное преимущество, как ограничение возможностей оппортунистического поведения высшего менеджмента предприятия (в крайнем варианте – перехвата контроля путем сговора с менеджментом). Таким образом, текущий этап реорганизации может иметь чисто оборонительные цели, однако стратегической задачей, как и в некоторых других группах, может являться выход на рынок ценных бумаг или продажа компании.

Следует заметить, что проблемы ужесточения контроля за деятельностью высшего менеджмента так или иначе рассматривались и в государственных холдингах. В качестве примера можно привести распоряжение правительства от 29 октября 2002 г. № 1512-р «О внесении изменений в устав ФГУП «Росспиртпром». Согласно этому документу холдинг лишается права самостоятельно кредитоваться, включать в повестку дня собраний акционеров вопросы избрания советов директоров и исполнительных органов АО, акции которых переданы в уставной капитал ФГУП, прекращать полномочия руководства дочерних предприятий. Теперь все эти действия могут осуществляться только с согласия правительства, которое будет рекомендовать собраниям акционеров вышеуказанных АО размер дивидендов и принимать решения об изменении в их уставах и уставных капиталах. Назначение генеральных директоров филиалов, заместителей гендиректора и главного бухгалтера самого холдинга будет согласовываться с Министерством сельского хозяйства РФ. Ранее «Росспиртпром» был ограничен лишь в вопросах проведения дополнительной эмиссии акций или

конвертации акций в облигации. Основная мотивировка, приводимая правительством в пользу таких действий, – необходимость сокращения числа преднамеренных банкротств предприятий алкогольной отрасли.

Для 2002–2003 гг. был характерен также целый ряд сравнительно *новых тенденций*, связанных, как отмечалось выше, с внутрикорпоративными программами ряда крупнейших компаний (групп). Помимо указанного выше ужесточения управленческого контроля, интересны следующие тенденции.

Во-первых, отличительной чертой процессов реструктуризации и консолидации 2002 г. стала определенность их промежуточных целей – в частности, выход на российский и международный фондовые рынки. Такие цели, в частности, заявили промышленные субхолдинги группы МДМ, УГМК, «Северсталь», высока вероятность реализации таких программ «Евразхолдингом», «Русалом», рядом машиностроительных предприятий и др. Так, продолжающаяся концентрация капитала в машиностроительной отрасли, по оценкам, на фоне отмеченной в 2001–2002 гг. тенденции к росту привлекательности акций машиностроительных предприятий, в ближайшие 1–2 года приведет к выходу на фондовый рынок ряда крупнейших холдинговых структур и групп отрасли («Русские машины», «Силовые машины», «Северсталь-Авто»). О своем выходе на фондовый рынок заявили также некоторые крупные компании АПК – АПК «Черкизовский» (в 2003 г. размещение блокирующего пакета на Нью-Йоркской фондовой бирже стоимостью около 150 млн долл.), АПХ «Русагрокапитал» в 2005 г. (блокирующий пакет стоимостью 25–30 млн долл.) и др.

Очевидно, что консолидация имущественного и управленческого контроля необходимое, но недостаточное условие для реализации таких программ. Не менее существенным условием является формирование имиджа «прозрачности» для потенциальных инвесторов. В этой связи можно прогнозировать и рост реального спроса на новации в сфере корпоративного управления, связанные с раскрытием информации и финансовой отчетностью компаний. В то же время не следует, на наш взгляд, переоценивать подобные перспективы (см. главу 12).

Во-вторых, получила свое более прикладное оформление тенденция к правовому «закрытию» ряда компаний (групп).

В 1990-е гг. нефтяные холдинги преобразовывали в ООО свои дочерние компании, производя обмен их акций на акции холдингов. Уже в 2000–2001 гг. в отдельных наиболее консолидированных компаниях рассматривался вопрос о трансформации в непубличную структуру единой консолидированной компании. В 2002 г. вопрос о трансформации входящих в холдинг ОАО в закрытые компании рассматривался в «Русском алюминии». В ноябре 2002 г. практически впервые в России вопрос о преобразовании из ОАО в ООО был перенесен в прикладную плоскость – включен в повестку дня собрания акционеров ОАО «Уралкалий» (крупнейший производитель калийный удобрений, свыше 70% у контролирующего акционера, 10 000 акционеров, отчетность по международным стандартам с 1996 г., торговля в РТС с 1999 г.). С учетом характеристик данной компании мотивы возможного преобразования достаточно неопределенны: 1) такая попытка предпринималась менеджментом компании для нейтрализации миноритарных акционеров и попыток собрать блокирующий пакет (как и в «Русском алюминии», где наличие многих ОАО в составе группы рассматривается как актуальная проблема); 2) закрепление сложившейся структуры собственности, которую (в том числе приватизационные сделки) после реорганизации труднее оспаривать в суде; 3) игра на понижение акций ОАО (без реальных целей реорганизации) для более экономичной консолидации пакета свыше квалифицированного большинства; 4) по версии самой компании – необходимость преобразования в ООО соответствует бизнес-целям

компании как де-факто закрытой (с точки зрения владения) и не заинтересованной в сторонних инвестициях.

Проблема имеет и более широкое значение. Для многих средних российских компаний, ставших ОАО принудительно в ходе массовой приватизации и высоко концентрированных с точки зрения структуры акционерного капитала, в этом есть ряд преимуществ. Тем не менее в массовом масштабе такая трансформация возможна только в том случае, если будут созданы адекватные правовые условия, или, что точнее, очевидные стимулы для трансформации из ОАО в ЗАО¹².

Одно из современных противоречий российского корпоративного законодательства состоит в том, что деятельность публичных компаний регламентирована недостаточно, тогда как закрытые по своей организационно-правовой форме (непубличные) компании обременены излишней регламентацией. Например, с точки зрения МЭРТ России, для ООО имеет смысл предусмотреть такие новации, как исключение требования об учредительном договоре (который часто дублирует устав, но необходимы разные процедуры голосования), возможность неограниченного выхода участника (по уставу), регистрация участников в государственном реестре и др.

В-третьих, новой тенденцией, характерной для уже сформированных российских групп, исчерпавших внутренние возможности экспансии, является выход на международный уровень. В задачи настоящей работы не входит обсуждение строгих определений и концепций развития международных корпораций¹³, однако некоторые принципиальные различия имеют значение – прежде всего мотивы и тип интернационализации.

Помимо традиционных мотивов (прежде всего преимущества от вертикальной или горизонтальной интеграции, варьирующиеся в зависимости от страновой и отраслевой специфики), можно выделить и свойственные для российских групп на современном этапе:

- наращивание «физической» мощи и поиск интеграционной модели, позволяющей выйти на сопоставимый с зарубежными аналогами уровень международной конкурентоспособности;
- восстановление и развитие снабженческо-сбытовой инфраструктуры, сложившейся во времена СССР и СЭВ и сохранившей свою стратегическую значимость для российских компаний;
- диверсификация бизнеса (в рамках основного профиля группы) для страхования изменений в мировой сырьевой конъюнктуре;
- имидж компании и обеспечение режима наибольшего благоприятствования с точки зрения привлечения зарубежных инвестиций (при включении в состав участников группы влиятельных внешних стратегических партнеров);

¹² Другими словами, разумной представляется политика «выталкивания» компаний в иные формы посредством системы стимулов и ограничений законодательства. Аналогичный подход, уже оформленный законодательно в 2002 г., предусмотрен для государственных унитарных предприятий.

¹³ См., например, работы С.Хаймера, Ч.П.Киндлебергера (модель монополистических преимуществ), Р.Вернона (модель жизненного цикла продукта), Дж.Гэлбрейта (технологическая модель), Дж.Кэссона, Дж.МакМануса (концепция интернационализации), С.П.Маги (теория присвоения), Дж.Даннинга (эклектическая модель), материалы Центра ООН по транснациональным корпорациям и др. Заметим также, что применяемые определения относительно условны – аналогичные по своим характеристикам компании в Германии могут называться «международными концернами», в странах англосаксонской традиции – «транснациональными корпорациями» и т.п. В равной степени не существует стандартного критерия для международного характера компании (наличие хотя бы одного филиала или определенная доля бизнеса (активов) за рубежом, определенный объем экспортно-импортных операций, наличие иностранных совладельцев, капитализация, доля free float на мировых фондовых рынках и т.д.).

– политическая страховка от внутрироссийских рисков.

Отдельного внимания, видимо, заслуживает классическое «ноу-хау» международных компаний – трансфертное ценообразование. По определению П.Линдберга, это артистичная форма ухода от налога на прибыль корпорации, которую могут применять любые бухгалтеры, оперирующие активами или продуктами, перемещающимися через национальные границы¹⁴. С учетом продолжающегося в ряде российских федеральных ведомств обсуждения проблемы трансфертного ценообразования, формирование сети дочерних компаний и филиалов за рубежом может стать превентивным способом борьбы с возможным ужесточением подходов.

Особенности текущего этапа реорганизации многих российских групп, описанные выше, по всей видимости, прямо связаны со стратегическими представлениями владельцев о перспективах их дальнейшей трансформации. Соответственно, в контексте глобализации бизнеса этих групп возможны два сценария развития.

1. Формирование на базе консолидированных российских активов действительно *мультинациональных* корпораций (отсутствие отдельной страны базирования, регистрация головной (управляющей) компании вне России, широкий интернациональный состав имеющих влияние акционеров).

В перспективе в таком контексте, видимо, можно рассматривать создание в 2002 г. объединенной международной промышленной группы (участники – SUAL-International, угольные активы Access Industries в России и Казахстане, принадлежащие британской Fleming Family and Partners производства тантала в Мозамбике и ферроникеля на Кубе, а также инвестиционные обязательства FFP порядка 3 млрд долл.). С точки зрения «СУАЛ» такой альянс заметно повышает эффективность планируемого группой выхода на международные фондовые рынки (предположительно IPO через 2 года), и означает, в частности, реальную мультинационализацию компании. Фактически новая компания создается на базе SUAL-International, доля FFP в ней в перспективе должна достичь около 25%. Прямой конкурент «СУАЛ» компания «Русский алюминий», напротив, не рассматривает в качестве своей стратегии выход на мировой фондовый рынок и/или продажу части бизнеса, полагаясь, видимо на свои внутренние экономико-политические возможности.

Вполне вероятно, что ряд российских нефтяных компаний, которые осуществляют «накачивание» своей капитализации и создания благоприятного корпоративного имиджа, также могут в перспективе пойти по такому пути. Пример объединения российских активов ТНК и ВР в 2003 г. стал продолжением данной тенденции. По некоторым оценкам, объединение «ЮКОСа» и «Сибнефти» в 2003 г. в перспективе может также привести к продаже определенных долей новой компании иностранным стратегическим инвесторам и действительному (а не только декларативному) ее превращению в «глобального энергетического лидера».

Подобный сценарий развития, как представляется, не станет широко распространенным, даже по мере «созревания» других российских групп, проходящих

¹⁴ Lindert P.H. International Economics. IRWIN, 1986. Например, фирма устанавливает завышенные цены на товары и услуги, поставляемые в филиал в стране с высоким уровнем налогов, из филиала со льготным налоговым режимом. Итогом является чистое сокращение сумм уплачиваемых налогов международной корпорации. Считается, что факт уклонения от налогов можно доказать, сопоставив внутрифирменные и рыночные цены, однако существуют способы маскировки трансфертного ценообразования. В 80-е гг. в ряде штатов США (Калифорния, Монтана и др.) был введен унифицированный единый налог, который предполагает, что международная корпорация получила на территории штата такую же долю своих общих объявленных прибылей, какова доля всей собственности, выплаченной зарплаты и продаж, приходящихся на данный штат. При этом подаваемые корпорациями декларации о прибылях априори признавались недостоверными.

в настоящее время стадии консолидации активов и ужесточения управленческого контроля).

2. *Транснациональный* вариант экспансии (штаб-квартира в России, приобретение зарубежных активов в рамках вертикальной или горизонтальной интеграции предприятий группы, вывод активов в зарубежные центры прибыли и др.) был свойственен для многих российских промышленных и добывающих компаний и групп уже в 1990-е гг. Среди многочисленных примеров – «Русский алюминий» (глиноземные предприятия на Украине, в Гвинее и др.), «Лукойл», «ЮКОС», «Норильский никель», группа МАИР и др. Это касается и изначально частных по происхождению российских компаний. Например, в 2002 г. объявлено о приобретении компанией «Мобильные ТелеСистемы» 57,67% акций украинского оператора сотовой связи UMS (стоимость сделки 194 млн долл.).

Таким образом, в целом можно говорить о начавшемся в 2001–2003 гг. поиске крупнейшими российскими группами своего места в системе международных экономических отношений. Правильность избранной стратегии в значительной степени зависит от мотивов владельцев (стратегическое развитие конкурентоспособной группы или выход из бизнеса с фиксацией прибыли) и может быть подтверждена только в перспективе.

Определенным отражением этих процессов стали и активизировавшиеся в 2002 г. дискуссии о целях и принципах потенциальной промышленной политики в России, которая сводится к обсуждению двух принципиальных и взаимосвязанных аспектов: 1) сложившийся *status quo*¹⁵ или отказ от сырьевой ориентации экономики страны, ужесточение налогообложения экспорта для выравнивания рентабельности в сырьевом и перерабатывающем секторах; 2) абсолютная государственная поддержка «интегрированных бизнес-групп» (по версии РСПП) или «ограничение всевластия отечественных финансово-промышленных групп». На практике же в настоящее время понятие «промышленная политика» представляет собой некий мутирующий симбиоз лоббистских усилий крупнейших промышленных и финансовых групп и амбициозных деклараций политических группировок. Очевидно, что для действительно эффективной промышленной политики необходим не некий формальный документ общего свойства, но ряд обусловленных ясными целями конкретных мер в сфере налоговой политики, экономической концентрации (в терминологии МАП), фондового рынка, инфорсменты, внешней политики России.

¹⁵ Предельно ясная позиция сформулирована и в экономическом отчете одной из ведущих брокерских компаний России «Brunswick UBS Warburg» (опубликован 31 января 2003 г.): «В постиндустриальном мире процветание нации определяется интеграцией страны в глобальную экономику путем концентрации на своем сравнительном преимуществе. Для России таким преимуществом является экспорт сырьевых и энергоемких товаров (в отличие от капиталоемких и трудоемких промышленных товаров)».