

## Глава 13. Внешние механизмы корпоративного управления

### 13.1. Рынок корпоративных ценных бумаг<sup>1</sup>

Значение рынка ценных бумаг для формирования определенной модели корпоративного управления не требует комментариев. Применительно к условиям неликвидного развивающегося рынка проблема выбора между механизмом «голоса» и механизмом «выхода» утрачивает характер дихотомии<sup>2</sup> и становится по сути безальтернативной: если нельзя продать свои акции, то возникает необходимость повышения роли механизма «голоса». Когда основным объектом торговли являются бумаги 10—15 эмитентов, механизм «выхода» (продажа акций) как элемент модели корпоративного управления в подавляющем большинстве случаев не работает. Ликвидность рынка акций конкретного эмитента чаще всего носит кратковременный характер, причем односторонний: мелкие акционеры могут осуществить только «выход» и только в периоды консолидации контрольного пакета или обострения корпоративных конфликтов между крупными акционерами и менеджерами. В целом ряде случаев эта проблема не возникает в принципе (если установлен абсолютный контроль и/или предприятие просто никому не интересно).

Соответственно формирование модели корпоративного управления становится по сути безальтернативным: если не работают механизмы «выхода» (нельзя продать свои акции), то развитие объективно идет по линии усиления роли механизма «голоса». Если и здесь возникают проблемы (связанные с сохраняющейся идеологией «принципала» у менеджеров), то остается только вмешательство государственных исполнительных и судебных систем.

Вместе с тем существует и обратная связь. По целому ряду имеющихся оценок, нарушения норм корпоративного управления в российских корпорациях стали одним из доминирующих факторов ухода инвесторов и падения рынка ценных бумаг в 1998 г.<sup>3</sup>

1999–2000 гг. дали некоторые основания для оптимизма в отношении перспектив развития российского рынка ценных бумаг (*табл. 13.1*). Благоприятные оценки были связаны прежде всего с оживлением промышленности после девальвации рубля и ростом мировых цен на нефть и газ, которые привели к росту налоговых поступлений бюджета и росту доходов экспортеров. Положительная динамика была отмечена в большинстве отраслей, в том числе хронически депрессивных в течение ряда лет (электротехника, легкая промышленность, переработка сельхозпродукции и др.). Посткризисный экономический рост, относительная стабильность макроэкономической ситуации и политические изменения на рубеже 1999–2000 гг. позитивно сказались и на состоянии российского рынка ценных бумаг. По оценкам большинства агентств и влиятельных финансовых изданий, российский фондовый рынок в первом послекризисном – 1999 г. вошел в тройку наиболее быстрорастущих рынков мира. Капитализация рынка «голубых фишек» за год увеличилась на 182 %. Индекс РТС-Интерфакс стал вторым в мире в 1999 г. по темпам роста. В 2000 г.

<sup>1</sup> Более подробно см. Главу 10 настоящей работы.

<sup>2</sup> *Hirschman A.O.* Exit, Voice, and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organisations and States. Cambridge: Harvard University Press, 1970. P. 15–54.

<sup>3</sup> Вклад этого фактора в падение капитализации рынка в 1998 г. оценивается в диапазоне от 30 % (ФКЦБ России) до 100 % (Brunswick Warburg), хотя очевидно, что такие оценки очень условны.

проявился интерес инвесторов к компаниям второго эшелона, что можно было расценивать как сигнал начавшейся переориентации инвесторов от чисто спекулятивных краткосрочных вложений к более длительной стратегии.

В 2001–2002 гг. для российского фондового рынка в целом была характерна позитивная динамика<sup>4</sup>. За 2001 год индекс РТС изменился на 129 пунктов при объеме торгов около 4,5 млрд долл. (что, тем не менее, ниже итогов 2000 г. – 5,5 млрд). К концу 2001 г. индекс РТС достиг докризисного уровня 260 пунктов (максимальное с 14 мая 1998 г. значение). При этом в 2001 г. российский рынок относился к наиболее доходным рынкам мира, а индекс РТС (как и в 1999 г.) вошел в тройку наиболее быстрорастущих фондовых индексов мира.

В 2002 – первой половине 2003 г. российский фондовый рынок вновь продемонстрировал рост, несмотря на продолжающиеся внешние негативные тенденции. Незначительные темпы роста экономики США, Японии и ЕС, финансовые и политические кризисы в ряде развивающихся стран (например, Аргентине и Венесуэле) не добавляли оптимизма инвесторам. Среди позитивных для фондового рынка факторов следует указать высокие цены на нефтяном рынке, продолжающийся рост российской экономики, своевременное выполнение платежей по внешнему долгу, повышение долгосрочных суверенных рейтингов России, признание России в 2002 г. страной с рыночной экономикой и принятие в 2003 г. в члены FATF. Помимо динамики цен на нефть и сохранения позитивных макроэкономических тенденций, следует указать третий существенный момент: по итогам 2002 г. реальные располагаемые доходы населения возросли на 8,8 %. На фоне снижения страновых рисков и дефицита альтернативных направлений инвестирования часть средств населения инвестировалась в акции компаний.

Среди наиболее весомых негативных (сдерживающих) факторов – отсутствие значимых структурных изменений в экономике (реформа естественных монополий<sup>5</sup> и ЖКХ), медленное продвижение реформы госслужбы, сохраняющиеся непрозрачность компаний и отсутствие заметного интереса к реформе корпоративного управления, весомая роль политических и административных факторов при решении экономических споров и др. Значительное воздействие на состояние финансового рынка России оказывает, со всей очевидностью, медлительность в реализации банковской реформы в целом и ограничение, в результате этого, возможности банковского кредитования средних и мелких компаний. Прогнозы мировых финансовых рынков также не дают оснований для излишнего оптимизма, несмотря на повышение кредитных рейтингов России и рост интереса к российским бумагам в 2002 г. со стороны иностранных институциональных инвесторов, ориентирующихся на более долгосрочные вложения и фундаментальные показатели компаний.

Важно также учесть, что отличительной чертой процессов реструктуризации и консолидации крупнейших промышленных групп 2002–2003 гг. стала определенность их промежуточных целей – в частности, выход на российский и международный фондовые рынки (см. главу 11). Очевидно, что консолидация имущественного и управленческого контроля является необходимым, но недостаточным условием 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

---

<sup>4</sup> Подробно см.: Российская экономика в 2002 году. Тенденции и перспективы. М.: ИЭПП, 2003. С. 116–125; Состояние финансовых рынков России в 2002 г. и перспективы их развития в 2003 г. М.: БЭА, Информационно-аналитический бюллетень № 37, апрель 2002.

<sup>5</sup> Тем не менее, к примеру, именно перспективы реструктурирования электроэнергетики обусловили начавшийся в 2002–2003 гг. процесс интенсивной скупки акций как РАО «ЕЭС России», так и ряда АО-энерго.

управления, связанные с раскрытием информации и финансовой отчетностью компаний.

Следует заметить, что в 2002 г. развитие рынка было менее интенсивным по сравнению с 2001 г. По итогам 2002 г. индекс, рассчитываемый Morgan Stanley для российского рынка (MSCI.RU), вырос на 16,2 %, в то время как аналогичный индекс для развивающихся рынков (MSCI.EMGLF) снизился на 7,97 %, а мировой индекс (MSCI.WORLD) – на 16,94 %. В I квартале 2003 г. индекс РТС сохранил второе место в списке самых быстрорастущих фондовых индикаторов мира, опубликованном инвестиционным банком «Merrill Lynch». К концу 2002 г. индекс РТС составил 359,07 пункта и, по итогам года, вырос более чем на треть (табл. 13.1).

К концу апреля 2003 г. индекс РТС достиг максимального значения с 6 ноября 1997 г. – 430,39 пунктов, а средневзвешенный оборот в РТС вырос до 42,4 млн долл. Здесь, тем не менее, присутствуют конъюнктурные моменты: рост акций «ЮКОСа» и «Сибнефти» в преддверии объединения компаний, «Сугрутнефтегаза» в силу имевших место (по ряду оценок) попытки поглощения и игры самих менеджеров на повышение, «Мосэнерго» в преддверии реструктуризации.

Таблица 13.1

**Основные показатели развития фондового рынка России, 2000–2002 гг.**

	1995	1997	1999	2000	2001	2002
Индекс РТС, пункты (изменение за год в %)	100 на 1.09.95	572 – историч. максимум 6.10.97	98	143,29 (-19,95)	260,05 (98,5)	359,07 (34,1)
Капитализация, млрд. долл.	5-8	60-65	около 20	40	82	110
Оборот торгов, млрд. долл. (доля в общем объеме в %)	0,2 (сент. — дек.)	16,7-17	5,7	20,8 (100)	28,04 (100)	41,07 (100)
В т.ч. РТС	-	-	-	5,8 (28)	4,44 (16)	4,57 (11)
ММВБ	-	-	-	15 (72)	23,6 (84)	36,5 (89)
Количество эмитентов, с акциями которых совершаются сделки, шт. (в т.ч. котировальные листы)	70-80 (-)	260-300 (100-120)	350-400 (50-60)	300-350 (30-35)	370-400 (30-35)	370-400 (30-35)
Количество брокерско-дилерских компаний, ед.	3176	5045	1628	924	618	619
Количество кредитных организаций, ед.	2295	1764	1375	1320	1320	1331
Торговые системы, на которых сконцентрировано свыше 90 % объема торгов, ед. (все в Москве)	2	3	3	3	3	3

Источник: РТС, ММВБ, ФКЦБ, БЭА, Банк России, данные Я. М. Миркина, Ю. А. Данилова.

В 2002 г. на рынке возросла роль частных внутренних инвесторов. В фондовой секции ММВБ 77 % оборота обеспечивал т.н. «Интернет-шлюз»: оборот сделок через Интернет составил 711 млрд руб. Около 75 % данных операций совершались

физическими лицами. К концу 2002 г. к торговой системе ММВБ была подключена 191 брокерская система, позволяющая обслуживать инвесторов через удаленные терминалы и Интернет-технологии.

В то же время не следует, на наш взгляд, *переоценивать среднесрочные перспективы развития рынка*. Прежде всего, российский фондовый рынок, как и в предыдущие годы, не способен адекватно выполнять функции перелива инвестиционных ресурсов. Хотя для интенсивного развития рынка необходимы пока отсутствующие в России предпосылки иного (экономического) характера, быстрое преодоление психологических барьеров невозможно, соответственно бессмысленны прогнозы массового притока частных сбережений (от 20 до 60 млрд долл. по разным оценкам) на корпоративный сегмент фондового рынка в любых формах.

Следует указать также целый ряд диспропорций и особенностей, характерных для российского рынка последних лет.

Во-первых, несмотря на приближение, к примеру, индекса РТС к максимальным значениям, зафиксированным до кризиса 1998 г., и его 35%-ный рост в 2002 г., капитализация рынка не превышает 110 млрд долл.<sup>6</sup> Доля нефтегазовых компаний в общей капитализации РТС составляет около 60 %, что наглядно демонстрирует наличие структурных искажений в российской экономике и ее направленность на экспорт сырьевых ресурсов.

Во-вторых, рынок остается высоко концентрированным. В 2002 г. на бумаги пяти эмитентов приходилось 72,18 % (76,91 % – в 2001 г.) общего оборота РТС<sup>7</sup>. 10 компаний дают 90 % оборота, а 2 из них – «Лукойл» и РАО «ЕЭС России» – около 45 %. Максимальное количество сделок с акциями, обращающимися в РТС, было зафиксировано с бумагами РАО ЕЭС (11,4 тыс.), на втором месте – «Лукойл» (6,2 тыс.).

В-третьих, основная торговля остается сконцентрированной в Москве на двух торговых площадках – РТС и ММВБ. В последние годы проявилась также очевидная тенденция к доминированию ММВБ на рынке (*табл. 13.2*).

В-четвертых, большое значение имеет проблема объективной ограниченности возможных источников финансирования корпораций (см. выше). Сдерживающим фактором внешнего акционерного финансирования является и недооценка (вне зависимости от причин) рынком многих компаний.

В-пятых, в последние годы особенно проявилась тенденция к долговому характеру российского рынка. В условиях интенсивного процесса пост-приватизационного перераспределения собственности корпоративные облигации становятся по сути единственным безопасным способом привлечения внешнего финансирования. Среди преимуществ данного способа финансирования, равно как и всплеска интереса к этому инструменту в 2000–2003 гг., можно указать:

– относительная безопасность с точки зрения перехвата корпоративного контроля;

---

<sup>6</sup> По данным РТС на конец декабря 2002 г., пятерка крупнейших по капитализации российских компаний претерпела изменения по сравнению с 2001 г. На первое место вышел ОАО НК «ЮКОС» (\$21 038 млн), за ним следуют ОАО «Газпром» (\$18 039 млн), ОАО «Лукойл» (\$13 099 млн). Прошлогодний лидер ОАО «Сургутнефтегаз» занял лишь четвертое место – (\$11 409 млн), и замыкает список ОАО «Сибнефть» (\$10 478 млн). Среди компаний, не принадлежащих к нефтегазовому и энергетическому секторам, наибольшей капитализацией обладает ОАО «Сбербанк» – \$3 629 млрд, из «голубых фишек» наименьшую совокупную стоимость акций имеет ОАО «Ростелеком» – \$870 млн. Общая доля капитализации «голубых фишек» в общей капитализации РТС составляет около 78%.

<sup>7</sup> В общем обороте РТС доля обыкновенных акций РАО ЕЭС по сравнению с 2001 г. несколько снизилась и составила 26,3% (32,86% в 2001 г.), «Лукойла» возросла до 19,31% (16,65%), «Сургутнефтегаза» – до 10,65% (9,02%), стремительно ворвавшийся в прошлом году в пятерку «ЮКОС» сохранил позиции – рост до 10,41% (13,2%), и ОАО «Татнефть» – 5,51% (5,06%).

- дефицит на рынке финансовых инструментов с фиксированной доходностью в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры (профицит бюджета, низкие темпы инфляции, снижение ставок на рынке госдолга);
- заинтересованность российских инвестиционных посредников (брокерско-дилерских компаний и банков) в «раскрутке» новых инструментов фондового рынка;
- снижение зависимости заемщика от одного кредитора;
- более гибкая система управления обязательствами, увеличение срока кредитования и снижение стоимости заемных ресурсов;
- налоговые и стоимостные преимущества перед банковскими кредитами и векселями;
- формирование (через «пробные» и, что главное, погашенные сравнительно небольшие займы) кредитной истории и имиджа первоклассного заемщика;
- отсутствие дефолтов в пост-кризисной истории сегмента рынка, которые привели бы к росту доходности на рынке (хотя в сторону роста действуют и сами объемы эмиссии 2001–2002 гг.).

В посткризисный период первая эмиссия рублевых корпоративных облигаций была осуществлена НК «Лукойл» (май 1999 г.), затем «Газпромом» и ТНК в расчете на привлечение средств нерезидентов со счетов «С». К середине 2001 г. эмиссию с совокупным номиналом более 110 млрд рублей осуществили свыше 40 компаний. Торги по корпоративным облигациям впервые были организованы на ММВБ, а в настоящее время только на ММВБ ведутся торги свыше 80 российских компаний и банков, включая «Газпром», «ТНК», «Магнитогорский металлургический комбинат», РАО «ЕЭС России», Внешторгбанк и др. В период 1999–2002 гг. на ММВБ размещены корпоративные облигации свыше 80 эмитентов на общую сумму более 110 млрд рублей.

До осени 2001 г. подавляющая часть эмиссий размещалась среди заранее определенных инвесторов, не склонных к продаже до погашения, т.е. носила закрытый характер и размещалась одномоментно. Часто речь шла лишь об альтернативном кредитованию способе финансирования различных проектов в реальном секторе, связанных с поглощениями через дочерние и аффилированные структуры, об оптимизации налоговых платежей. С конца 2001 г. больше эмитентов стали предлагать свои облигации на открытом рынке (публичные эмиссии), а объем рынка многократно возрос. По оценкам, к концу лета 2001 г. 50 % облигационных займов размещались публично.

За 2000–2001 гг. объем привлеченных предприятиями и банками средств достиг 2 млрд долл., или около 3 % от валовых инвестиций в основной капитал России. За 2002 г. эта сумма как минимум удвоилась. В то же время в странах «Большой семерки» посредством облигационных займов осуществляется финансирование 30–60 % инвестиционных проектов. Тормозом для развития этого рынка является целый ряд проблем (налогообложение, регистрация в ФКЦБ, целесообразность в ряде случаев предусматривать обеспечение выпусков облигаций, опасность насыщения инвестиционного спроса, связанная с этим необходимость интенсивного развития вторичного рынка для притока новых инвестиций и др.). Кроме того, в обозримой перспективе крупнейшие компании России сохраняют свое доминирующее положение на этом сегменте рынка (хотя крупнейшие и средние компании-эмитенты количественно представлены примерно поровну).

В-шестых, имеющиеся пока единичные публичные размещения акций компаний (IPO) не позволяют разделить эйфорию многих аналитиков (особенно интерпретации 2003 г. как «года IPO», пришедшего на смену 2002 г. как «года рублевых корпоративных облигаций»). Характерно при этом, что относительно успешно

реализованные размещения связаны пока с изначально частными компаниями, имеющими известные бренды, и покупателями выступают не стратегические инвесторы, а финансовые институты. Важно также, что в российском законодательстве процедура IPO прописана минимально, поэтому каждый проект пока требует гораздо больше консультационно-правовых затрат, чем это было бы при наличии детальных стандартизированных регламентов. Превышение потенциальных выгод выхода на публичный рынок (дешевизна полученных ресурсов по сравнению с другими методами, рост капитализации, ликвидности и др.) над совокупными издержками (на раскрытие информации, оплату услуг консультантов, юристов, андеррайтеров и др.) характерно для относительно зрелого этапа развития компании. В частности, эмпирические проверки в рамках теории «жизненного цикла» свидетельствуют, что средний возраст компаний, осуществлявших IPO за последние 20 лет, составляет 7 лет (если исключить из сферы анализа бум Интернет-компаний конца 90-х гг.).

Опыт зарубежных IPO относительно невелик: размещение акций «Вымпелком» (1996, 100 млн долл.), «Мобильные ТелеСистемы» (2000, 300 млн долл.) и «Вимм-Билль-Данн» (2002, 200 млн долл.) на Нью-Йоркской фондовой бирже. Помимо ряда компаний, указанных выше, прямое публичное размещение части своих акций в США в ближайшие годы планируют концерн «Калина» (около 25 % акций, после публикации отчетности по стандартам МСФО), «МегаФон» (около 20 % акций), ОАО «Пивоваренная компания «Балтика» (после интеграции дочерних обществ холдинга в единую структуру).

Первое IPO в России было проведено холдингом ОАО «РБК Информационные системы» в апреле 2002 г. (ММВБ и РТС, 16 % акций). В январе 2003 г. первичное размещение 20 % акций осуществила компания «Аптечная сеть 36,6». В обоих случаях цена размещения была ниже первоначальных оценок андеррайтеров выпусков (что, тем не менее, не специфично для российского рынка), а активное вторичное обращение акций не прогнозируется.

Корпоративные рублевые облигации пока остаются основным инструментом, по крайней мере в силу отсутствия адекватной альтернативы. Тем не менее, по некоторым прогнозам, среди доступных финансовых инструментов в ближайшие 2 года возрастет интерес к обыкновенным акциям<sup>8</sup>. Это означает, в частности, что многие эмитенты, могут (возможно, в качестве более легкой альтернативы IPO), провести конвертации привилегированных акций в обыкновенные. Напротив, долговые инструменты будут представлять интерес для уже сложившегося относительно ограниченного круга инвесторов, причем последние не будут пересекаться с инвесторами, заинтересованными во вложениях в российские акции.

В отношении непосредственно IPO наиболее очевидно деление будущих размещений на два сегмента – внешний для крупных компаний и российский для мелких и средних (т.е., по сути, формирование в России рынка Small Caps). Развитие последнего сегмента имеет, в частности, принципиальное значение для перехода к классификации российских компаний не по ликвидности, а по капитализации.

В-седьмых, российский рынок является «рынком крупных пакетов». При этом относительно высокий уровень концентрации акционерного капитала (при имеющейся тенденции к росту уровня концентрации) позволяет предполагать возможность формирования в России модели высоко ликвидного рынка, основанной на широком участии населения (broad based market), только в долгосрочной перспективе<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Линч К. 2002-й – год корпоративных облигаций, 2003-й – год IPO // Рынок ценных бумаг, 2002. № 5. С. 60–62; Интервью с председателем совета директоров ИК «Атон» П.Хеллораном // Рынок ценных бумаг, 2002. № 9. С. 48–50; Петров В., Супрунов П., Петрова О. Ждет ли Россию бум IPO? // Рынок ценных бумаг, 2002. № 20. С. 22–26.

<sup>9</sup> См.: Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России. М., 2002. С. 319.

Рынок ценных бумаг в России с самого начала развивался как рынок корпоративного контроля. Для современной ситуации характерно снижение объема операций, формирующих портфельные инвестиции, и увеличение масштабов выкупа акций с целью передела собственности<sup>10</sup>. Тем не менее слияния и поглощения практически не затрагивают организованный фондовый рынок и рыночная цена акций на вторичном рынке не имеет существенного значения. Крупнейшие «голубые фишки» с относительно ликвидным рынком в наименьшей степени могут стать объектом поглощения, даже если их рыночная стоимость существенно занижена по сравнению с потенциальной.

В *краткосрочном периоде* для рынка ценных бумаг будут, видимо, характерны также следующие основные тенденции:

- дальнейшее сокращение количества, укрупнение (слияние) и обострение конкуренции профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- продолжающийся процесс консолидации и реорганизации в финансовых группах и корпорациях сохранит остроту корпоративных конфликтов и нарушений прав акционеров;
- низкая вероятность существенного усиления интереса иностранных инвесторов к российскому рынку (как в силу неопределенности в отношении реструктуризации банковской системы, так и в связи с общим состоянием мировых финансовых рынков);
- поиск новых и развитие уже занявших определенный сегмент рынка инструментов (корпоративные облигации различного срока, складские расписки, закладные бумаги и др.), причем этот процесс может развиваться как в ответ на спрос инвесторов и эмитентов, так и «сверху», например, на региональном уровне;
- развитие новых форм коллективного инвестирования (закрытые паевые инвестиционные фонды в сфере недвижимости и др.);
- конкуренция государственных ведомств и участников рынка за средства накопительной пенсионной системы.

При этом у российского рынка ценных бумаг существует значительный *потенциал дальнейшего среднесрочного развития*. В основе этого потенциала (помимо макроэкономических и политических) лежат такие факторы, как:

- значительный корпоративный сектор, наличие многих перспективных предприятий, интерес многих предприятий к дополнительным эмиссиям;
- значительная недооценка активов (но этот фактор останется гипотетическим без эффективного менеджмента и роста прозрачности эмитентов);
- приток на корпоративный сегмент российского рынка ценных бумаг средств мелких (населения) и стратегических российских инвесторов;
- приход на российский рынок консервативных зарубежных инвесторов, возрастание доли долгосрочных вложений глобальных фондов в российские корпоративные ценные бумаги;
- развитие системы коллективных инвесторов;
- перспективы доступа участников рынка к средствам накопительной пенсионной системы
- благоприятные сдвиги в развитии инфраструктуры рынка ценных бумаг, повышение ответственности субъектов депозитарной и регистраторской деятельности, снижение рисков и затрат посредством создания центрального депозитария;

---

<sup>10</sup> Рудык Н.Б., Е.В.Семенова. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М., 2000. С. 9.

- восполнение имеющегося дефицита новых финансовых эффективных инструментов (эволюция к более сложной продуктовой структуре рынка);
- повышение прозрачности российского рынка с учетом потребностей участников рынка и эмитентов, а не регулирующих органов;
- снижение рисков, связанных с защитой прав акционеров и «антиаутсайдерской» политикой менеджеров компаний;
- снижение рисков, связанных с налогообложением.

Вместе с тем следует ясно понимать, что по целому комплексу объективных и субъективных причин в среднесрочной перспективе этот рынок не станет серьезным источником инвестиционных ресурсов предприятий. Соответственно, пока не следует переоценивать практическую значимость этого сегмента при выработке социально-экономической стратегии<sup>11</sup>.

Наконец, не менее важно учитывать тот факт, что рынки ценных бумаг непрерывно развиваются, что вызвано изменениями ситуации в мире и в стране, экономической политики, технологий, регулятивных мер и появлением новых продуктов и структур затрат. Рынки представляют собой не окончательно сформированные и застывшие структуры, а постоянно развивающиеся организмы. Это означает, что *регулирование должно быть максимально гибким и динамичным*, наиболее адекватно отражая происходящие изменения.

Соответственно не может быть переоценена необходимость *долгосрочной целенаправленной политики государства в отношении развития рынка ценных бумаг*, формирование модели регулирования рынка, которая будет адекватна конкретным условиям российской экономики, национальным интересам и традициям. Основными задачами такой политики являются:

- формирование единых «правил игры» для цивилизованной конкуренции между участниками рынка, которая в конечном результате приводит к расширению и улучшению качества предлагаемых инвесторам услуг;
- регулирование эмитентов, обеспечивающее как доступность и прозрачность их деятельности в сфере рынка ценных бумаг, так и возможность низкозатратного (в финансовом и бюрократическом смысле) использования рынка для привлечения финансовых ресурсов;
- создание условий, позволяющих населению с уверенностью вкладывать средства, а участникам рынка – безбоязненно расширять свой бизнес;
- обеспечение высоких стандартов поведения профессиональных участников;
- минимизация риска мошенничества со стороны профессиональных участников и злоупотреблений со стороны регулирующих государственных органов;
- предотвращение нарушений на фондовом рынке как основная функция надзорного органа.

Тем не менее для современного периода развития рынка характерны низкий уровень координации органов государственного регулирования рынка ценных бумаг (ФКЦБ, Центральный банк России, МАП, Министерство финансов) и наличие хронического конфликта интересов соответствующих государственных органов. Одним из следствий является недопустимое затягивание с принятием ряда принципиально

---

<sup>11</sup> Хотя данная точка зрения разделяется подавляющим большинством российских экспертов, более оптимистичный взгляд на развитие рынка представлен в: Данилов Ю.А. Роль фондового рынка на макро- и микроуровне (или о мифах фондового рынка). Доклад на семинаре ГУ-ВШЭ «Институциональные проблемы российской экономики» 25 апреля 2003 г.



важных новых законов: «О срочном рынке», «Об инсайдерской информации», «О саморегулируемых организациях», поправок в действующее законодательство и др.

Достаточно очевидной в настоящее время является также избыточная, экономически и социально не обусловленная регламентация деятельности финансовых институтов, которая снижает привлекательность отрасли. Помимо контроля со стороны налоговых, валютных органов и органов «финансовой разведки», рядовая инвестиционная компания должна пройти шесть кругов контроля – аттестация специалистов, лицензирование деятельности, со стороны ФКЦБ, обязательного внутреннего контролера, саморегулируемой организации и организатора торгов. Вариантом решения может быть расширение функций СРО при существенном снижении административного давления регулирующих органов<sup>12</sup>.

Заметной тенденцией является также углубление противоречий между ФКЦБ и наиболее влиятельными саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, в основе которых лежат очевидное стремление регулятора к тотальному администрированию добровольных профессиональных объединений.

В целом существующая модель регулирования рынка продолжает оставаться административной (разрешительной) с явной тенденцией к усилению административного давления. Стратегической основой перспективного развития рынка должны стать, с одной стороны, либерализация рынка, и, с другой стороны, прозрачность регулятивных норм и участников рынка. Это предполагает сбалансированное сочетание шести принципов:

- детальное правовое оформление процедур, связанных с деятельностью эмитентов и профессиональных участников;

- различные законодательные требования (контроль, прозрачность, гарантии, налоги и др.) к процедурам, предназначенным для разного круга экономических агентов (различающихся по функциям, профессионализму, клиентской базе, по количеству и др.);

- априорное предположение о добросовестности намерений участников рынка, соответственно минимизация необходимых согласований и разрешений в государственных органах в пользу уведомительного подхода (например, при эмиссии акций и облигаций, при получении статуса профессионального участника рынка определенного типа и др.);

- прозрачность всех процедур, исключая двойственные толкования и возможность административного отбора части участников рынка для осуществления какой-либо деятельности;

- двухуровневая система информента при выявлении недобросовестных намерений (третейские суды саморегулируемых организаций (усиление их роли) и государственная судебная система). При этом развитие системы третейских судов означает и частичную «разгрузку» бюджета в части финансирования судебной системы;

- широкий диапазон санкций за выявленные нарушения (от предупреждения, наносящего урон репутации, или исключения из саморегулируемой организации до пожизненного запрета на осуществление той или иной деятельности и, наконец, уголовного преследования).

---

<sup>12</sup> См.: Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М.: ТАСИС, 2003. с. 121–122.

## 13.2. Банкротства

Основное назначение института несостоятельности – обеспечение предсказуемого распределения рисков для кредиторов. Теоретически правовые нормы регулирования несостоятельности предприятий могут преследовать следующие задачи: на макроуровне – снижение уровня хозяйственных рисков в экономике путем ликвидации неэффективных производств, обеспечение перераспределения промышленных активов в пользу эффективно хозяйствующих предприятий, развитие конкурентной среды; на микроуровне – защита прав кредиторов, обеспечение финансовой дисциплины, повышение надежности кредитного обращения, проведение реорганизации предприятий и их финансовой реструктуризации, повышение качества корпоративного управления, перераспределение собственности в пользу «эффективных» владельцев, смена неквалифицированных менеджеров, внедрение рациональной системы управления на предприятиях.

В то же время реализация процедур банкротства – это всегда потери для кредиторов, должника, государства. Не исключение в этом и зарубежные страны с развитой экономикой. Возможности использования банкротства для реформирования бизнеса предприятий, смены «неэффективного» собственника весьма ограничены, его основное назначение – ликвидировать неэффективные производства, перераспределить нерационально используемые активы, снизить хозяйственные риски в экономике, т.е. процедуры банкротства могут быть созидательными прежде всего на макроуровне.

Опыт развитых зарубежных стран не позволяет однозначно утверждать, что регулирование несостоятельности должно строиться исходя из приоритета только кредиторов, есть примеры, когда оно заметно направлено на защиту интересов должника или государства. Все определяется конкретной экономической политикой того или иного государства и во многом связано с масштабами существующего в его экономике госсектора и отношением к необходимости его сохранения.

Роль банкротства как средства давления на менеджеров корпораций в рыночной экономике хорошо известна и во всех аспектах (как позитивных, так и негативных) описана в обширной литературе. Угроза банкротства корпорации при ошибочной политике менеджеров на рынках (и в наиболее жестком варианте переход контроля к кредиторам) стандартно рассматривается как важнейший внешний инструмент корпоративного управления. Очевидным ожидаемым итогом применения такого механизма (вне зависимости от плюсов и минусов конкретных страновых моделей – прокредиторских или продолжниковских) должно быть оздоровление финансов и повышение эффективности деятельности корпорации, ставшей объектом соответствующих процедур.

Вместе с тем хорошо известны и те специфические объективные ограничения, которые имеются в условиях России и ряда других стран переходной экономики для эффективного и массового применения данного механизма:

- неблагоприятное финансовое состояние значительного числа вновь созданных корпораций;
- традиции мягких бюджетных ограничений;
- сохранение значительного количества корпораций с долей государства;
- необходимость адекватной и квалифицированной исполнительной и судебной инфраструктуры;
- социально-политические преграды для проведения реальных процедур банкротства убыточных корпораций, особенно в случае крупнейших или градообразующих предприятий;

– многочисленные технические трудности, связанные с объективной оценкой финансового состояния потенциальных банкротов;

– коррупция и прочие криминальные аспекты проблемы, в том числе связанные с процессами перераспределения собственности.

Отечественное законодательство о банкротстве ориентировано на развитую рыночную экономику, когда доля хозяйствующих субъектов, в отношении которых необходимо применять процедуры банкротства, относительно незначительна. Однако экономическая ситуация в России принципиально иная. Практически нет сомнений в необходимости формирования развитого института банкротства в России, почти нет сомнений в его позитивном влиянии уже сейчас в малом и среднем бизнесе. Основная критика в России связан с практикой банкротства крупных предприятий.

Институт банкротства в России на протяжении 90-х гг. использовался либо как способ перераспределения (захвата, удержания, приватизации) собственности, либо как высокоселективный способ политического и экономического давления на предприятия со стороны государства. Наблюдается парадоксальная ситуация: те предприятия, которые имеют достаточный запас прочности, вовлекаются в процедуры банкротства (так как существует благоприятная возможность для захвата контроля над ними со стороны конкурентов), а безнадёжные предприятия избегают этой процедуры (так как не находится желающих захватить эти предприятия, а шансы получить долги в ходе процедуры банкротства невелики).

#### А. Первый закон

Первый закон «О несостоятельности (банкротстве) предприятий» был принят в России в ноябре 1992 г. – примерно в то же время, что и в других странах с переходной экономикой. Хотя в 1995–1997 гг. число исков о банкротстве, поданных в арбитражные суды, довольно динамично росло, однако процедура банкротства не получила в России широкого распространения по сравнению с другими странами с переходной экономикой (*табл. 13.2*). В основу данного закона был положен принцип неоплатности. Практика применения Закона показала, что права кредиторов существенно ограничивались в силу трудностей оценки реальной стоимости имущества и проведения ее арбитражным судом а, соответственно, затягивания решений о признании должника несостоятельным.

Динамика соответствующих дел в 1993-1997 гг., когда действовал первый закон «О несостоятельности (банкротстве) предприятий» (принят Верховным Советом РСФСР 19 ноября 1992 г., вступил в силу 1 марта 1993 г.) была крайне незначительной. Всего с 1993 г. по 1 марта 1998 г. в арбитражных судах рассмотрено около 4500 дел. На 1 марта 1998 г. в судах на рассмотрении находилось 2900 дел (для сравнения с другими странами с переходной экономикой см. *табл. 13.2*).

Таблица 13.2

#### Банкротства в некоторых странах с переходной экономикой, 1991–1998 гг.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Россия (нарастающим итогом):									
Поступило заявлений	-	-	-	100	240	1108	3740	5687*	12 781*
Признано банкротами	-	-	-	50	н.д.	469	1226	2269 **	4747**
Чехия:									

Рассмотрено дел	-	-	350	1098	1816	2393	2990	н.д.	н.д.
Завершено дел (***)	-	-	5 (0)	61 (1)	290 (2)	482 (2)	725 (6)	н.д.	н.д.
Венгрия:									
Рассмотрено дел	-	-	14060	8229	5900	6461	7477	н.д.	н.д.
Завершено дел (***)	-	-	1302 (740)	1650 (510)	1241 (90)	2276 (21)	3007 (9)	н.д.	н.д.
Польша:									
Рассмотрено дел	151	1327	4349	5936	4825	3531	3118	н.д.	н.д.
Завершено дел (***)	29 (1)	305 (8)	910 (98)	1048 (179)	1030 (235)	1030 (287)	984 (173)	н.д.	н.д.

\* Заявления, поданные в арбитражные суды.

\*\* Важно учесть, что только в первые месяцы действия нового закона (март–июнь 1998 г.) было подано 800 заявлений. К началу ноября 1998 г. число заявлений возросло в 10 раз до 8000, чем и объясняется столь резкий рост по итогам 1998 г.

\*\*\* Включая реорганизации.

*Источник:* данные ФУДН; Комментарий к закону РФ «О несостоятельности (банкротстве)». М., 1998; EBRD Transition Report 1997. Enterprise Performance and growth. London, 1997; EBRD Transition Report 1998. Financial Sector in Transition. London, 1998; EBRD Transition Report 1999. Ten Years of Transition. London, 1999.

В период действия первого закона о несостоятельности (1992 г. до февраля 1998 г.) наиболее существенными внешними факторами, определяющими интересы сторон, были следующие:

- в качестве условия для объявления предприятия банкротом устанавливалось превышение суммы его долга над стоимостью имущества, что определяло существенные трудности в иницировании процедур банкротства;
- в государственной или смешанной собственности сохранялось значительное число крупных привлекательных предприятий;
- для экономики был характерен высокий уровень бартеризации расчетов, острой была проблема неплатежей, в том числе государству по налогам и обязательным платежам.

В числе причин недостаточно активного применения закона о банкротстве от 1992 г. называлось<sup>13</sup> отсутствие систематической практики применения процедур банкротства со стороны государства как налогового кредитора и его ориентация на использование таких инструментов, как наложение штрафов за просрочку. Обычным кредиторам было бессмысленно инициировать процедуру банкротства, так как все ликвидные активы при этом шли в погашение задолженности государству как привилегированному кредитору.

На заключительном периоде действия данного закона о банкротстве стали проявляться определенные тенденции к расширению масштабов применения процедур банкротства к потенциально высокорентабельным предприятиям, а также к тем предприятиям, которые должны были получить крупный заказ. Некоторые эксперты связывали это со стремлением ФУДН ускорить процесс приватизации.

## Б. Второй закон

<sup>13</sup> Пакье О, Селигман Р. Угроза банкротства и реструктуризация (на примере московских предприятий) // Предпринимательство в России, 1997. № 2.

Второй закон «О несостоятельности (банкротстве)» № 6-ФЗ от 8 января 1998 г. вступил в силу с 1 марта 1998 г. В основу этого закона положен принцип неплатежеспособности: рассматривается неспособность предприятия выполнять свои обязательства по мере наступления сроков погашения, в этом случае предприятие считается неплатежеспособным на кассовой основе. Это обеспечило существенное снижение барьеров для инициирования процедур банкротства.

По-видимому, ни один из российских законов не стал объектом столь ожесточенных споров и дискуссий, как второй закон о несостоятельности. В принципе этот закон в заметной большей степени был ориентирован на обеспечения платежной дисциплины и равных возможностей для кредиторов по инициированию процедуры банкротства. Однако по ряду экономических и правовых причин этот закон на практике стал не инструментом возврата долгов, а способом борьбы за контроль над крупными, относительно благополучными предприятиями. Применение закона в 1998–2002 гг. продемонстрировало его уязвимость для злоупотреблений со всех сторон, неоднозначность и спорность принимаемых судебных решений.

В условиях высокого уровня коррупции и продолжающегося перераспределения собственности предусмотренные во втором законе схема принятия и вилка возможных решений стали удобным инструментом манипулирования и давления в интересах разных участников процесса (но это, конечно, не проблема качества собственно закона). В первую очередь это вопросы назначения различных типов арбитражных управляющих и объективные критерии выбора между ликвидацией и реабилитацией. Заметное упрощение процедуры инициации банкротства (при долге 500 МРОТ для юридических лиц) означало и заметное упрощение запуска этой схемы изъятия собственности. Из российской практики хорошо известно, что назначение «своего» арбитражного (временного, конкурсного или внешнего) управляющего почти гарантирует решение «своих» проблем, идет ли речь о защите или об агрессии. При этом осталась открытой проблема правового и практического обеспечения защиты прав и интересов всех типов акционеров в рамках процедуры банкротства. В частности, опасность принудительного банкротства многих крупных корпораций-должников федерального бюджета в 1998 г. стала одним из факторов стремительного оттока портфельных инвесторов с рынка корпоративных ценных бумаг.

В период действия второго закона о несостоятельности (март 1998 г. – 2002 г.), особенно после августовского финансового кризиса, существенно изменился состав основных факторов, влияющих на реализацию процедур банкротства:

- резко снизился «порог» для начала процедур банкротства;
- интенсифицировались процессы промышленной интеграции, при этом активизировалась законодательная деятельность по защите интересов миноритарных акционеров;
- на значительном числе предприятий начался рост производства, но сохранился высокий уровень задолженности предприятий по налоговым платежам<sup>14</sup>;
- государство лишено права голоса при принятии важнейших решений на собраниях кредиторов;
- развивалась система арбитражных судов, но они оказались в значительной зависимости от региональных и местных органов власти;
- обострились проблемы подготовки арбитражных управляющих, их аффилированности с отдельными кредиторами.

---

<sup>14</sup> Бюджетные ограничения стали системно ужесточаться только во второй половине 2001 г. в связи с предпринятой кампанией по реструктуризации задолженности предприятий по обязательным платежам.

После принятия нового закона о несостоятельности развернулась кампания по демонстрации потенциальной «созидательности» процедур банкротства<sup>15</sup>. Постулировалось, что в 90 % случаев причины бедственного положения предприятий лежат в сфере управления бизнесом и лишь 10 % связаны с унаследованной структурой экономики. Поэтому предполагалось, что процедуры внешнего управления позволят отстранить от управления некомпетентного менеджера и заменить его компетентным арбитражным управляющим, который «оздоровит» предприятие. Многие эксперты в тот период (а некоторые и сейчас) демонизировали образ «красного директора», не видя как возможных путей его саморазвития, так и альтернативных банкротству инструментов замены менеджмента.

Ряд специалистов также отмечали проблему умышленного банкротства, которое может использоваться как способ защиты директора от акционеров. Менеджеры относительно легко могут сделать так, что их доверенные партнеры консолидируют умышленные долги предприятия, выкупят его векселя и проведут банкротство, поставив новым управляющим представителя прежнего руководства. Представители Мингосимущества России<sup>16</sup>, отмечали, что банкротство становится также инструментом защиты от государства как собственника. Например, в одних случаях при подготовке к приватизации предприятия потенциальные покупатели пытались «сбить» цену путем угроз об иницировании банкротства в отношении объекта приватизации, в других случаях, при попытке государства использовать свои права как акционера для смены директора, последний инициировал процедуру банкротства в отношении предприятия.

Представители государственных органов власти<sup>17</sup> в качестве одного из мотивов преднамеренного банкротства после принятия закона от 1998 г. называют стремление вывести из предприятия, являющегося должником по налоговым платежам, наиболее ликвидные активы. Такие возможности связывались ими с ограничениями государства как налогового кредитора в ходе проведения процедур банкротства. По оценкам ФСФО, каждое пятое банкротство имеет признаки преступных преднамеренных действий (в частности, банкротство для списания долгов).

Необходимо признать, что и государство в свою очередь иногда использует угрозу банкротства как инструмент давления на предприятие с тем, чтобы принудить его погасить долги по налогам или в иных целях. В одном из исследований<sup>18</sup> показано, что опасность банкротства крупного регионального предприятия приводит к объединению интересов менеджеров и региональных властей. Ни те, ни другие не заинтересованы в ликвидации предприятия или его коренной реструктуризации, так как первые не желают прилагать усилия по проведению реформирования бизнеса, а вторые опасаются потерять налоговые поступления, рабочие места, предоставление общественных услуг и не считают необходимым содействовать погашению задолженности предприятия перед кредиторами из других регионов.

Однако следует признать, что поведение региональных органов власти в отношении банкротства предприятий неоднотипно. Так, по мнению представителей ФСФО, расследование случаев преднамеренного и фиктивного банкротства часто затруднено из-за давления, оказываемого местными органами власти, так как последние считают вывод активов и последующее создание на их основе нового предприятия важным механизмом повышения эффективности бизнеса.

---

<sup>15</sup> Горелов А. О российской специфике института банкротства // Рынок ценных бумаг, 1998. № 19.

<sup>16</sup> Беккер А. Погонщики слонов (интервью с В. Пыльневым). Ведомости, 7.06.2000.

<sup>17</sup> Комаров Ю. Главное – финансовое оздоровление (интервью с Г.К.Талем) // Журнал для акционеров, 1998. № 11.

<sup>18</sup> Ламберт-Могильянская А., Сонин К., Журавская Е. Политические аспекты банкротства в переходный период. М.: РЕЦЭП, 2000.

Хотя за последние годы региональный патронаж процедур банкротства и использование их менеджерами для сохранения своего контроля не потеряли своей актуальности, следует принять во внимание такой контекст, как передел собственности между различными бизнес-группами. Возбуждение процедуры банкротства стало низкозатратной альтернативой враждебному поглощению. Корпоративное право обеспечивает множество инструментов защиты от «захвата», тогда как закон о несостоятельности создает почти беспроигрышные условия для «агрессора». Иногда взгляды некоторых крупных бизнес-групп на экономическую роль банкротства отражаются отдельными экспертами весьма ярко и на удивление откровенно<sup>19</sup>. Справедливо указывая на проблемы вступления России в ВТО, необходимость усиления экономической концентрации в ряде отраслей для обеспечения конкурентоспособности на мировых рынках, эксперт приходит к весьма дискуссионному утверждению о том, что существующий институт несостоятельности в целом неплох, так как у государства существует право осуществлять «...низкозатратный передел собственности в интересах повышения эффективности общественного производства...», а крупнейшие предприятия и холдинги имеют реальные возможности «...быстро и недорого расширять свое хозяйство...».

В результате масштабы применения процедур несостоятельности к предприятиям резко расширились. Так, по состоянию на 1 января 1998 г. в производстве находилось примерно 4200 дел о банкротстве, на 1 января 1999 г. – уже почти 10200 дел, на 1 января 2000 г. – около 15200, на 1 января 2001 г. – примерно 23800, а на 1 января 2002 г. – уже порядка 42800. Дальнейший рост числа заявлений связан, в частности, с задачей «расчистки поля» от фактически брошенных предприятий путем банкротства отсутствующих должников.

Соответственно возросла и нагрузка на инфраструктуру применения процедур банкротства (см. также *табл. 13.3*). Все большее число дел о банкротстве переходит на следующий год, что связано как с относительным удлинением собственно процедур (даже таких, как конкурсное производство), так и с опережающим ростом количества находящихся в производстве дел о банкротстве по сравнению с «пропускной способностью» арбитражной системы. За последние пять лет общее количество арбитражных дел возросло в два раза (в 2001 г. в арбитражные суды поступило 750000 заявлений), а численность арбитражных судей увеличилась примерно на 20 %. Так, при всей условности данного показателя, на одного судью Арбитражного суда г. Москвы в среднем в течение 2001 г. приходилось по 26 арбитражных дел в месяц. В дальнейшем эта тенденция станет еще более значимой.

Таблица 13.3

### Движение дел о банкротстве

	1998	1999	2000	2001
Остаток неоконченных дел на начало года	4210	10171	15211	21080
Принято к производству в течение года	8337	10933	19041	37916
«Суммарный оборот» дел в течение года	12547	21104	34252	58996
Завершено производство в течение года	2628	5959	10485	16194
Остаток неоконченных дел на конец года	9919	15145	23767	42802
Остаток неоконченных дел на конец года, в % от оборота дел в течение года	79	72	69	73

<sup>19</sup> Цыгичко А. Инновационные пигмеи, членство в ВТО и законодательство о банкротстве. Сайт РСПП, www.rspp.ru, 2001.

Такая динамика означала, видимо, не столько энтузиазм кредиторов от открывшихся легальных перспектив, сколько апробирование новых схем поглощения (захвата активов) или, напротив, защиты менеджеров от враждебных поглощений. Не случайным, видимо, является и *совпадение этого процесса с общей активизацией перераспределения собственности* в условиях и после кризиса 1998 г. Кроме того, особенно акцентировать внимание именно на этих цифрах не следует по трем причинам<sup>20</sup>.

Во-первых, в сопоставлении с общим количеством хозяйствующих субъектов число предприятий, в отношении которых реализуются процедуры банкротства, весьма незначительно. В среднем из 200 предприятий только примерно одно находится в состоянии банкротства. Если сопоставить эти данные с количеством убыточных предприятий (для 2000 г.), то приходится признать, что на макроуровне процедуры банкротства, вообще говоря, являются точечными и в самой минимальной степени служат целям вывода с рынка неэффективных предприятий. Если в среднем процессы банкротства охватывают незначительную часть хозяйствующих субъектов, то применительно к крупным предприятиям их масштабы существенно шире: в 1998–2000 гг. было подано более 300 заявлений о признании банкротами градообразующих предприятий, к числу которых отнесено порядка 1700 предприятий.

Во-вторых, далеко не все заявления принимаются к производству. В 2000 г. было принято к производству только 77 % заявлений о признании должника банкротом.

В-третьих, большая часть принятых в 2000 г. заявлений была связана с реализацией упрощенных процедур банкротства в отношении отсутствующих и ликвидируемых должников. Дело в том, что весьма значительная часть из числа проводящихся процедур несостоятельности связана с усилиями налоговых органов по банкротству отсутствующих должников и не имеет никакого отношения к проблемам разрушения крупных (социально значимых) промышленных комплексов, передела собственности. Почти 70 % прироста числа заявлений о признании банкротом в 2000 г. по сравнению с 1999 г. обусловлено резким повышением активности налоговых органов в отношении отсутствующих должников. Если в 1998 г. удельный вес заявлений в отношении отсутствующих должников в общем числе заявлений о признании должника банкротом составил примерно 9 %, то в 2000 г. – почти 38 %.

Быстрорастущую активность в подаче заявлений о признании должников банкротами демонстрируют государственные органы, в частности, налоговые органы, Федеральная служба России по финансовому оздоровлению и банкротству (ФСФО)<sup>21</sup>, прокуратура. И, напротив, наблюдается снижение активности негосударственных кредиторов. Отчетливой становится тенденция к усилению участия ФСФО и иных уполномоченных органов в инициировании процедур банкротства. Доля их заявлений в общем количестве заявлений в отношении средних и крупных промышленных предприятий (назовем их условно «содержательными» должниками) составила, по нашим оценкам, почти 40 %.

Рассмотрим результаты применения различных процедур банкротства. Основная тенденция в применении процедур наблюдения – увеличение доли решений по открытию конкурсного производства и уменьшение доли решений по введению внешнего управления. Заслуживает внимания пусть незначительное, но увеличение доли решений о прекращении производства по делу о банкротстве. В целом по

---

<sup>20</sup> Подробный анализ статистики дел по банкротствам см.: *Симачев Ю.* Роль банкротства в российской переходной экономике: оценка «состоятельности» института несостоятельности. Доклад на конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация российской экономики», апрель 2002 г.

<sup>21</sup> С сентября 1993 г. в России действовало Федеральное управление по делам о несостоятельности (банкротстве) (ФУДН) при Госкомимуществе РФ, в марте 1997 г. была создана Федеральная служба России по делам о несостоятельности и финансовому оздоровлению, а в июне 1999г. она преобразована в ФСФО.



результатам 2000 г. 18 % предприятий «вышли из-под банкротства», 14 % – вошли в реорганизационную процедуру (внешнее управление), однако большинство перешли в стадию ликвидации (конкурсного производства). При этом шансы предприятия выйти из процедуры конкурсного производства (ликвидации) минимальны – 1 из 50<sup>22</sup>. Некоторое снижение удельного веса завершённых процедур конкурсного производства и расширение практики их продления связано, скорее всего, с проблемами реализации имущества предприятий и не расширяет возможности для сохранения бизнеса.

Таким образом, в период 1998–2000 гг. в течение каждого года процедуры внешнего управления вводились в отношении 1100–1200 предприятий-должников и продолжались в отношении 1000–2000 предприятий. По нашим оценкам, исходя из сложившихся «пропорций исхода» различных процедур банкротства пока только одному предприятию из четырех «содержательных» удастся выйти из процедур банкротства, а остальные обречены на неизбежную (пусть отсроченную во времени) ликвидацию.

Несовершенство и нечеткость процедур несостоятельности в сочетании со стремлением использовать их в недобросовестных целях обуславливают *высокую спорность* их реализации. При очевидном снижении степени конфликтности процедуры конкурсного производства на первый план вышли споры сторон в рамках процедуры внешнего управления, в ходе которой, в основном, и происходят основные события по переделу собственности (табл. 13.4).

Таблица 13.4

**Оценка степени конфликтности различных процедур несостоятельности**

Вид процедуры банкротства	Количество жалоб в % к суммарному количеству рассматривавшихся дел		
	1998	1999	2000
Наблюдение	32	40	27
Внешнее управление	66	62	94
Конкурсное производство	67	44	39

В целом, процедуры банкротства оказываются малоэффективны с позиций возврата долгов. По итогам первого полугодия 2001 г. кредиторам четвертой очереди (задолженность государству по обязательным платежам) возвращено примерно 7 % от суммы требований, а кредиторам пятой очереди (задолженность конкурсным кредиторам) – около 4 % от суммы требований, причем эти значения сильно варьируют по регионам. К концу 2001 г. уровень возврата долгов, по оценке ФСФО<sup>23</sup>, возрос до 31 % для государства (как кредитора четвертой очереди) и до 24 % – для конкурсных кредиторов.

Низкий уровень возврата средств кредиторам в сочетании с высокой активностью негосударственных структур в инициировании процедур банкротства служит свидетельством того, что значительная часть этих структур заинтересована не в возврате средств, а в перехвате управления на предприятиях-должниках, выводе ликвидных активов. В некоторых случаях кредиторы предпринимают специальные усилия, чтобы должник не мог с ними рассчитаться.

По результатам анализа 100 дел о банкротстве, проведенного ФСФО, примерно на трети предприятий кредиторы были заинтересованы не в возврате своих средств, а в

<sup>22</sup> Здесь сделана поправка с учетом того, что порядка половины дел о банкротстве касаются отсутствующих должником и ничем иным, кроме как ликвидацией, завершиться в принципе не должны.

<sup>23</sup> Доклад на коллегии ФСФО России 12 февраля 2002 г. «Об итогах работы ФСФО России за 2001 г. и основных задачах на 2002 г.».

смене собственника<sup>24</sup>. В 2000 г. ФСФО и ее территориальными органами было проведено 388 экспертиз на наличие признаков преднамеренного и фиктивного банкротства, при этом в 156 случаях такие признаки были выявлены<sup>25</sup>.

Хотя закон «О несостоятельности (банкротстве)», действовавший в 1998–2002 гг., был формально вполне прогрессивен с точки зрения мировой практики и предполагал определенный баланс интересов должников и кредиторов, использование его норм на практике стало одним из наиболее одиозных проявлений дискриминации прав отдельных участников процесса (в зависимости от конкретной ситуации, собственников предприятия и различных кредиторов, включая государство).

В течение всего периода действия второго (ныне недействующего) закона о несостоятельности предпринимались попытки скорректировать его положения. В ходе обсуждения проекта нового (третьего) закона о несостоятельности все стороны признали важность решения следующих проблем регулирования несостоятельности:

- нарушение прав предприятия-должника и его собственников, отсутствие возможности для последних провести оздоровление предприятия под контролем кредиторов;
- недостаточная защищенность прав обеспеченных кредиторов;
- крайне ограниченные права государства как кредитора по обязательным платежам;
- распространенность практики использования процедур банкротства для захвата (перехвата) управления предприятием, для вывода наиболее привлекательных активов в интересах отдельных кредиторов;
- неразвитость механизмов ответственности арбитражных управляющих;
- отсутствие разумных особых механизмов банкротства предприятий оборонно-промышленного комплекса и естественных монополий.

Однако представления о возможных способах решения вышеперечисленных проблем оказались во многих случаях прямо противоположными. Говорить о сколько-нибудь единой позиции государственных органов по трансформации регулирования несостоятельности не приходится. Отметим, что позиция некоторых ведомств претерпевала в течение прошедших четырех лет кардинальные изменения – особенно это характерно для ФСФО.

## В. Третий закон

Новый – третий – федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве) № 127-ФЗ, принятый 26 октября 2002 г., содержит следующие принципиальные новации:

- усиление защиты прав и законных интересов кредиторов;
- расширение круга прав добросовестных собственников (учредителей, участников) предприятия-должника, а также усиление защиты их интересов в процедурах банкротства;
- защита добросовестных участников процедур банкротства от недобросовестных действий иных лиц;
- изменение статуса арбитражного управляющего;
- изменение статуса государственных органов, участвующих в процедуре банкротства;
- введение новой процедуры банкротства, применяемой к должнику в целях восстановления платежеспособности и погашения долга (финансовое оздоровление).

<sup>24</sup> Интервью Т.И.Трефиловой // «Труд-7» (23–29 августа 2001 г.).

<sup>25</sup> Отчет ФСФО по итогам работы за 2000 г.

Острота дискуссии вокруг нового – уже третьего – закона о банкротстве связана, прежде всего, с недостатками данного закона (как и любого иного) в общем институциональном контексте проблем коррупции, передела собственности, произвола и некомпетентности со стороны различных государственных структур. Наиболее спорными являются такие вопросы, как:

- уточнение статуса саморегулируемых организаций арбитражных управляющих, условий членства, гарантийных фондов;

- проблема конфликта интересов ФСФО, правомерность и последствия предлагаемых расширенных полномочий;

- рассмотрение вопроса о полном отстранении арбитражного суда (который не несет ответственности) от каких-либо решений о выборе и квалификации арбитражного управляющего и решений (одобрения решений) в отношении активов предприятия;

- рассмотрение вопроса об исключении процедур «внешнего управления» и «финансового оздоровления» в принципе;

- уточнение процедур участия государства как кредитора в процедурах банкротства.

Необходимо, тем не менее, заметить, что не бывает совершенных законов, которые закрывают проблему одномоментно. Специалисты в области права отмечают, что регулирование несостоятельности является наиболее динамично развивающейся областью права в развитых зарубежных странах, при этом экономика государства диктует постоянное обновление соответствующих норм. Аналогичный подход является тем более объективно неизбежным для переходной экономики России.

Значительные – хотя, видимо, весьма отдаленные – перспективы связаны с совершенствованием судебной практики в целом. Например, в интересах защиты предприятий от недобросовестного перехвата контроля над ними (частью их активов) посредством процедур банкротства необходимо расширять практику отказа судебных инстанций от использования процедур банкротства в качестве рядового средства погашения долга. Такие действия должны рассматриваться как злоупотребление правом в соответствии со ст. 10 Гражданского кодекса РФ и предусматривать как прозрачность судебной процедуры, так и ответственность судебного корпуса.

Необходимо отметить, что, несмотря на несомненные достижения, новый закон в принципе не может решить ряд принципиальных проблем.

Во-первых, наделение государства равными правами с другими кредиторами потребует соответствующей инфраструктуры для представления его интересов. Маловероятно, что для этого будут выделены соответствующие ресурсы. По этой причине, на нескольких сотнях предприятий будет действительно улучшен ход и контроль за процедурами банкротства, но на большинстве других предприятий это скорее породит дополнительную коррупцию и интерес к скупке административного ресурса. Последнее весьма вероятно и по той причине, что легче всего будет возбудить процедуру банкротства государству – ему не требуется подтверждать свои требования в суде.

Во-вторых, ужесточение условий, при которых могут возбуждаться процедуры банкротства, не приведет к существенному ограничению процессов передела собственности. Это объективный процесс, и если он не нашел своего разрешения в рамках закона об акционерных обществах, то он все равно будет идти, только теперь в рамках исполнительного производства.

В-третьих, при установлении особенностей несостоятельности в отношении определенных секторов создаются предпосылки к сбрасыванию долгов на эти сектора. Если же этого не сделать, то велики социальные издержки. Помимо этого, весьма неоднозначен вопрос об отнесении тех или иных предприятий к сфере «естественных монополий», к градообразующим или стратегическим предприятиям.

В целом следует признать, что институт банкротства в России пока нельзя рассматривать как стабильный и эффективный механизм корпоративного управления, направленный на оздоровление управления и финансов компаний.

Каковы *перспективы*?

В России сформировались все основные элементы института несостоятельности. В то же время наблюдается существенное отставание в развитии инфраструктуры применения законодательства о банкротстве. Значительная часть предложений по реформированию законодательства стала следствием не столько несовершенства действующего регулирования, сколько недостаточно развитой инфраструктуры его применения. Одна из главных проблем в этой сфере – зависимость арбитражных судов от местных органов власти, недостаточный уровень квалификации судей для рассмотрения сложных хозяйственных споров. С введением в действие нового (третьего) закона о банкротстве требуется время для формирования соответствующей инфраструктуры и ее адаптации к новым законодательным нормам.

Масштабы применения процедур банкротства динамично расширяются, однако институт несостоятельности не стал реальным инструментом вывода с рынка неэффективных предприятий и возврата долгов кредиторам (хотя и носит прокредиторский характер). Удельный вес убыточных предприятий слишком велик, чтобы государство могло инициировать массовое банкротство предприятий-должников. В то же время нельзя разделить «катастрофический» тон высказываний именно о банкротстве как об источнике всех бед. В рамках того же корпоративного права нарушений и злоупотреблений в абсолютном выражении многократно больше.

Институт несостоятельности оказался востребованным как инструмент перераспределения собственности. В связи с этим, если говорить о крупных предприятиях, он чаще применяется в отношении потенциально привлекательного бизнеса. В последнее время произошли значительные сдвиги в усилении защиты прав миноритарных акционеров. Вследствие этого банкротство еще длительное время будет оставаться инструментом решения различных корпоративных проблем: от обеспечения защиты менеджеров от собственников до осуществления враждебного поглощения. В перспективе можно ожидать дальнейшего расширения практики банкротства крупных, потенциально привлекательных предприятий. Скорее всего, в этот период неоднозначность влияния банкротства на экономическое развитие станет еще более очевидной.

### 13.3. Рынок корпоративного контроля

На протяжении всего XX столетия слияния и поглощения вызывали активный научный и общественный интерес<sup>26</sup>. Многие экономисты и политические деятели видят в них одно из важных проявлений рыночной дисциплины: конкуренция на рынке корпоративного контроля может обеспечивать переход фирмы в руки хозяйственных руководителей, реализующих более эффективную стратегию развития фирмы. «Рынок корпоративного контроля» (угроза враждебного поглощения и смены менеджеров), как и угроза банкротства, является одним из ключевых внешних механизмов

---

<sup>26</sup> Подробно см.: *Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Шмелева Н.А.* Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М.: ИЭПП, 2002; *Радыгин А., Энтов Р.* Слияния и поглощения в корпоративном секторе: основные подходы, особенности России и задачи регулирования / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ, 2003. См. также: *Рудык Н.Б., Семенкова Е.В.* Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М., 2000; *Чиркова Е.В.* Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М., 1999; *Кулагин М.И.* Избранные труды. М., 1997 и др.

корпоративного управления. Многие исследователи считают рынок поглощений единственным механизмом защиты акционеров от произвола менеджеров. Отмечается, что этот метод наиболее эффективен тогда, когда необходимо «сломить» сопротивление консервативного совета директоров, незаинтересованного в рационализации (раздроблении) компании, особенно если речь идет о высокодиверсифицированной компании<sup>27</sup>.

Вместе с тем эффективность этого метода для последующего улучшения корпоративного управления все больше подвергается критике. В частности, отмечается тот факт, что опасность поглощения толкает менеджеров только к реализации краткосрочных проектов из-за опасений снижения курсовой стоимости акций. Другие критики полагают, что поглощения служат лишь интересам акционеров и не учитывают интересы всех «соучастников». Наконец, всегда существует риск дестабилизации деятельности как компании-покупателя, так и поглощенной компании. В обширной теоретической литературе подробно анализируется также взаимосвязь поглощений с «частной» (особенной) выгодой крупных акционеров и повышением экономической эффективности после перехода контроля к новому собственнику.

Все это вызвало к жизни активные споры о роли слияний и поглощений в современной экономике и дискуссии относительно оптимальных форм регулирования указанных процессов. В процессе институционально-экономических преобразований в России и других странах с переходной экономикой дискуссия о роли слияний и поглощений, их особенностях в условиях перехода к рынку стала не менее актуальной.

Первый – единичный – опыт враждебных поглощений в России (если говорить не о захвате контроля через различные приватизационные механизмы, а о публичных операциях на вторичном рынке) относится уже к середине 90-х гг.<sup>28</sup> Известной, хотя и неудачной, попыткой публичного проведения операции поглощения (public tender offer) стала попытка захвата кондитерской фабрики «Красный Октябрь» летом 1995 г. группой банка «Менатеп». Другой хорошо известный случай – покупка холдингом «Инкомбанка» контрольного пакета акций кондитерского АО «Бабаевское». Можно отметить также открытый аукцион заявок на продажу акций, объявленный банком «Менатеп» по покупке 51 % акций целлюлозно-бумажного комбината АО «Питкяранта» у нескольких акционеров. Имели место и покупки контрольных пакетов через биржу. В качестве примера можно привести покупку летом 1997 г. 59 % акций «Владивостокского ликероводочного завода» компанией «Уссурийский бальзам». Известна также попытка нефтедобывающей компании «Черногорнефть» с помощью «Salomon Brothers» разработать «программу мер по защите интересов акционеров» в случае изменения контроля над материнской структурой – нефтяной компанией «Сиданко».

В этот же период (и далее) многие крупнейшие банки (финансовые группы) и фонды портфельных инвестиций практиковали поглощения компаний в самых разных отраслях для собственных нужд и для последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам. Так, начиная с 1992 г. «Альфа-банк» и «Альфа-капитал» (структуры группы) осуществили более 30 сделок в области слияния и поглощения как для группы, так и для клиентов (химия, связь, стекольная промышленность, нефть и др.)<sup>29</sup>. В 1997–1998 гг. известны примеры поглощений в пищевой, фармацевтической, табачной отраслях, в производстве иных потребительских товаров.

---

<sup>27</sup> *Coffee J.C.* Shareholders Versus Managers. Oxford University Press, 1988.

<sup>28</sup> *Radygin A.* Ownership and Control in the Russian Industry. OECD/World Bank Global Corporate Governance Forum. OECD: Paris, 1999.

<sup>29</sup> По данным официального сайта банка, хотя количество указанных операций в рамках всей группы с учетом операций партнеров и аффилированных структур, очевидно, существенно больше.

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

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

*Второй этап* (посткризисный «бум») приходится на период с середины 1999 г. до 2002 г. Именно в этот период наиболее явно проявились специфические причины, вызвавшие волну слияний и поглощений. Главным стимулом для их активизации в первые посткризисные годы стала продолжающаяся консолидация акционерного капитала. Тем не менее в силу особенностей применяемых методов некоторые аналитики предпочитают даже не использовать термин «слияния и поглощения», ограничиваясь привычным «передел собственности». В этот период экспансия промышленных групп сочеталась с усилением процесса консолидации активов.

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

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

Безусловно, оценка масштабов процесса слияний и поглощений в России зависит от выбранного методологического подхода. Так, при наиболее широком подходе многие крупные приватизационные сделки могут расцениваться как дружественное или враждебное поглощение, и тогда значимость этого процесса для корпоративного сектора России в течение всех 10 лет его масштабного развития (1992–2002 гг.) исключительно высока.

Если подойти с наиболее строгих позиций и опираться на традиционные дефиниции, то речь применительно к России может идти только о постприватизационном периоде, единичных вторичных транзакциях и крупных компаниях. Альтернативные ограничения в данном случае носят объективный характер (как для слияний, так и для поглощений): необходимость крупных денежных средств (кредитов), которые доступны лишь крупнейшим компаниям (банкам), возможность мобилизовать значительные пакеты акций для обмена, отсутствие «юридически чистых» объектов для поглощения как наследие приватизации (возможные нарушения, незарегистрированный первый выпуск, срок давности по приватизационным сделкам и др.).

Собственно *слияния (дружественные поглощения)* корпораций в строгом смысле (т.е. участие равных фирм, дружественная и согласованная сделка крупных фирм без скупки акций мелких держателей, обмен акциями или создание новой компании) пока не стали заметным явлением в России, хотя именно для этой формы не требуется высокоразвитый рынок капиталов. Этот процесс традиционно активизируется на стадии экономического роста и тенденции к росту курсов акций, тогда как в условиях России он чаще рассматривается в качестве возможного антикризисного механизма, в политическом контексте, или же как институциональная формализация технологической интеграции (восстановление старых хозяйственных связей, борьба за доли рынка, вертикальная интеграция).

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*, т.е. собственно рынок корпоративного контроля. Его активизация в различные периоды связана прежде всего с экспансией крупнейших групп (холдингов). Тем не менее, если принять во внимание весь спектр классических (общепринятых в мировой практике) и специфичных для России методов поглощения (например, через банкротство), то объемы такого рода операций, особенно после 1998 года, очень значительны.

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

*Первая группа* особенностей связана с различиями в причинах данных процессов.

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

Прямое влияние государственного регулирования (в отличие, к примеру, от США, где модификация форм и методов слияний и поглощений была связана, в том числе, с введением новых мер государственного регулирования) в России минимально. Процесс слияний и поглощений в том, что касается конкретных форм и направлений объединения, происходит преимущественно спонтанно. Вместе с тем слияния и поглощения (интеграция, консолидация) косвенно являются защитной реакцией на последствия (издержки) приватизации, незащищенность прав собственности, налоговую политику.

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

*Вторая группа* обусловлена спецификой российского фондового рынка. Рынок ценных бумаг в России с самого начала развивался как рынок корпоративного контроля. Для современной ситуации характерно снижение объема операций, формирующих портфельные инвестиции, и увеличение масштабов выкупа акций с целью передела собственности. Тем не менее слияния и поглощения практически не затрагивают организованный фондовый рынок и рыночная цена акций на вторичном рынке не имеет существенного значения. Крупнейшие «голубые фишки» с

относительно ликвидным рынком в наименьшей степени могут стать объектом поглощения, даже если их рыночная стоимость существенно занижена по сравнению с потенциальной.

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

– несмотря на определенные правовые механизмы, миноритарные акционеры компании-«цели» играют пассивную роль и не могут выступать полноценными участниками рынка корпоративного контроля. Они могут как выиграть за счет более высокой цены, предлагаемой за акции («премия слияния»), так и проиграть (если новый собственник будет проводить политику, ущемляющую их права). При этом неликвидность акций не позволяет им в подавляющем большинстве случаев оценить выгоду от продажи;

– особая значимость такого фактора, как личные соображения руководителей (хотя такие мотивы обычно не признаются публично и оцениваются крайне негативно, как идущие вразрез с экономической эффективностью). Практически поголовная идентичность менеджеров и владельцев предприятий (помимо обычных амбиций наемных менеджеров, что свойственно и для других стран) приводит к тому, что слияние с более крупным конкурентом часто воспринимается как проигрыш конкуренту;

– сложная и непрозрачная структура (собственности) компаний обуславливает минимум открытости при совершении данных сделок.

– организация корпораций как «группы компаний» делает выкуп активов уже действующего предприятия гораздо более технологичной и менее рискованной сделкой, чем проведение реорганизации двух сливающихся компаний;

– сравнительно высокие требования к доле в акционерном капитале для осуществления контроля над предприятием (в идеале – до 100 % акционерного капитала).

– взаимоотношения между компаниями, в том числе между входящими в структуру групп, в минимальной степени и относительно неэффективно регулируются законодательно;

– часто неформальный контроль (через «контрактные группы», контроль финансовых потоков, давальческие механизмы, соглашения об использовании «денежных суррогатов» и т.д.) является более предпочтительным, чем юридическое оформление слияния или поглощения. Помимо финансовых затрат такого оформления, часто необходимо преодоление сопротивления региональных властей, конкурентов, криминальных структур, что под силу только очень крупным группам со связями в федеральных органах власти;

– региональные власти не имеют возможности непосредственного законодательного регулирования интеграционных процессов (как это имеет место в США), но обычно участвуют в сделках в пользу одной из сторон;

– частные кредиторы могут получить определенные выгоды от выкупа своих требований со стороны компании-захватчика, а кредиторы, представляющие те или иные государственные институты, часто используются для инициирования дела о банкротстве;

– в качестве «белого рыцаря» может использоваться абсолютно любая структура (не только «дружественный» покупатель акций, но федеральная структура, региональная администрация, банк-кредитор, судебная инстанция, криминальная группировка, которым со всей очевидностью не требуется приобретать акции компании-цели).



*Четвертая группа* особенностей касается наиболее типичных форм слияний и поглощений:

– отсутствуют равноправные слияния, что также может быть связано с неразвитым фондовым рынком (соответственно, чаще происходит оплата не акциями, а наличными средствами и векселями);

– известная в США с 80-х гг. агрессивная скупка недооцененных на фондовом рынке компаний с целью краткосрочного повышения их рыночной стоимости и последующей перепродажи, часто с раздроблением компании, применением долгового финансирования (LBO) и выпуском «мусорных облигаций» (бизнес «налетчиков» – raiders) практически не распространена;

– несмотря на нераспространенность бизнеса «налетчиков», достаточно редки и добровольные «дружественные» слияния и поглощения (свойственные континентальной Европе по крайней мере до 90-х гг.);

– имеют место финансовые ограничения для агрессивного поглощения компаний через предложение ее акционерам премий к стоимости акций;

– преобладание (с 1998 г.) агрессивного поглощения через банкротство и различные долговые схемы;

– обмен акциями в российской практике поглощений пока практически не использовался;

– финансирование сделок по приобретению акций осуществляется в основном за счет собственных акционеров;

– среди методов защиты – преобладание административно-силовых и судебных методов (до и после поглощения), хотя это в равной степени можно отнести и к тактике агрессора;

– создание конгломератов относительно распространено, хотя в мире данный тип слияний утратил свою значимость<sup>30</sup>.

Ключевой особенностью России является *преобладание жестких враждебных поглощений (по сути, «захватов» в терминологии ряда исследователей) с использованием «административного ресурса»*. В самом общем виде применяемые в России методы поглощений не претерпели заметных изменений в течение 10 лет, хотя, безусловно, менялись акценты. По сути, они сводятся к шести основным группам: скупка различных пакетов акций на вторичном рынке, лоббирование приватизационных (доверительных) сделок с государственными пакетами акций, административное вовлечение в холдинги или иные группы, скупка и трансформация долгов в имущественно-долевое участие, захват контроля через процедуры банкротства, инициирование судебных решений (для признания ранее осуществленных сделок недействительными, ограничения прав по голосованию или владению пакетами акций, проведению общих собраний, назначению арбитражных управляющих и т.д.). Особенно широко распространено использование ошибок эмитентов при регистрации итогов выпусков ценных бумаг (*табл. 13.5*).

*Таблица 13.5*

### **Некоторые сравнительные характеристики вариантов зарубежных и российских сделок «враждебного поглощения»**

<sup>30</sup> Об особенностях российских слияний и поглощений см. также: Материалы конференций ИД «Коммерсант»: Реструктуризация компаний, альянсы, слияния, поглощения (2000 г.); Успешная реструктуризация предприятий. Проблемы и практика решений (2001 г.); работы Т.Андреевой, О.Беленькой, И.Владимировой, Р.Леонова и др.

<b>Характеристика</b>	<b>Западное «враждебное поглощение» *</b>	<b>Российское «враждебное поглощение»</b>
<b>Форма</b>	Выстраивание пакета (до 10 %) в компании-цели; открытый тендер против воли управляющих	«Тихая» скупка; открытое предложение; приобретение долговых обязательств
<b>Инициатор атаки</b>	Агрессор (его дочерняя финансовая компания или уполномоченный инвестиционный банк)	Оффшоры агрессора; компания, специализирующаяся на поглощениях и/или первоначально выступающая в тандеме с заказчиком
<b>Инструмент получения контроля</b>	Акции компании-цели	1) Акции (органы управления захватчика должны принять формальное решение; формально развито антимонопольное регулирование и методы защиты в рамках корпоративного права; налоговый режим – налог на прибыль; возможность приобретения самой компанией-целью – до 10 %; стоимость приобретения рыночная или контрактная); 2) Долговые обязательства (нет необходимости в принятии формального решения; ограничения антимонопольного законодательства отсутствуют; налоговый режим – налог на прибыль, возможен НДС; возможность приобретения самой компанией-целью – нет прямых ограничений; стоимость приобретения – контрактная, за исключением части векселей); 3) Банкротство; 4) Судебные иски о пересмотре ранее состоявшихся сделок с ценными бумагами и др.
<b>Форма оплаты</b>	Наличные; акции агрессора; иные ценные бумаги (агрессора и третьих лиц)	Наличные; векселя агрессора или принятые рынком; PRINs и IANs
<b>Стоимость операции</b>	Рыночные котировки акций плюс премия	Рыночные котировки акций или прямые соглашения с кредиторами (цена может варьироваться от 6,5 до 90 % величины денежного обязательства, без учета штрафов, и т.п.)
<b>Инициаторы</b>	Управляющие «захватчика»; инвестиционные банки (гораздо реже)	Реальные владельцы «захватчика»
<b>Главный бенефициар</b>	Акционеры компании-цели; управляющие «захватчика»; управляющие компании-цели	Реальные владельцы «захватчика»; Некоторые акционеры компании-цели; Некоторые кредиторы компании-цели
<b>Перспективы компании-цели</b>	Присоединение к компании-«захватчику»; отчуждение большей части непрофильных активов; последующая продажа	Реструктуризация; разделение активов; ослабление финансовых позиций; возможное прекращение деятельности
<b>Влияние третьих лиц</b>	Возможно только со стороны судов (в случае начала тяжбы), антимонопольных органов, ключевых кредиторов компании-цели; влияние правительства минимально; резко возросло влияние инвестиционных банков	Исключительно высоко, в том числе с учетом «коммерциализации» государственных институтов

\* Под «западным» поглощением прежде всего подразумевается практика рынка корпоративного контроля США. *Источник:* Леонов Р. «Враждебные поглощения» в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // Рынок ценных бумаг, 2000. № 24. С. 38.

Принято считать, что российское законодательство предоставляет собственнику предприятия практически неограниченные возможности для защиты бизнеса от поглощения. В силу этого, во-первых, практически любая техника поглощения доступна прежде всего тем структурам, которые обладают ресурсами политического давления на собственника. Во-вторых, для России характерно сравнительно редкое явление – компании по обеспечению слияний и поглощений. Схема их деятельности следующая: создается объединенная компания совместно с «заказчиком» поглощения, реструктурируется вся группа, впоследствии имеет место участие в прибылях и активах единой компании или продажа своей части акций заказчику<sup>31</sup>.

Основные *методы защиты*, применяемой менеджерами (акционерами) поглощаемой компании в западной практике, хорошо известны и подразделяются на две основные группы: превентивные («отпугивание акул», «ядовитые пилюли», разнообразные «парашюты», участие работников в капитале, защита реестра и изменение места регистрации корпорации, создание стратегического альянса и др.) и те, которые применяются уже после объявления тендерного предложения (тяжба, приглашение «белого рыцаря», соглашение о не-поглощении, обратный выкуп с премией, контрнападение на акции захватчика, реструктуризация активов или обязательств, PR-защита и др.)<sup>32</sup>. Среди известных в России методов сопротивления потенциальному агрессору, которые использовались менеджерами (акционерами) компании-объекта поглощения, могут встречаться почти все известные из мировой практики (с поправкой на специфику рынков). Тем не менее превентивные методы защиты (если оставить в стороне такие методы, как контроль реестра, максимальная концентрация акционерных владений или «распыление» активов в рамках группы) распространены сравнительно слабо. Среди мер, применяемых уже при наличии прямой угрозы, особенно велика защитная роль «административного ресурса» (федеральные и региональные власти, местные суды, силовые структуры, работники предприятия), встречного «черного пиара», реструктуризации активов и обязательств, контрнападений на акции противника и встречных судебных исков («тяжба»)<sup>33</sup>.

Как свидетельствует мировой опыт, проблема слияний и поглощений с точки зрения государственного регулирования предполагает учет нескольких направлений: соответствие промышленной политике и общей стратегии реорганизации в рамках соответствующих секторов и отраслей, поддержание активного функционирования конкурентных механизмов в экономике, обеспечение прозрачности операций на рынке корпоративного контроля, защита прав акционеров (в том числе миноритарных), регулирование социальных конфликтов, порождаемых слияниями и поглощениями.

Современное российское законодательство, помимо общих норм Гражданского кодекса РФ, сосредоточено (в значительной мере формально), прежде всего, на антимонопольных аспектах (экономическая концентрация) и отдельных вопросах прозрачности и защиты прав акционеров. Проблемы соответствия требований

<sup>31</sup> См.: Материалы конференции ИД «Коммерсант»: Реструктуризация компаний, альянсы, слияния, поглощения, 2000 г.

<sup>32</sup> *Herzel L., Shepro R.* Bidders and Targets: Mergers and Acquisitions in the U.S. Basil Blackwell, Cambridge, Mass., 1990; *Ruback R.* An Overview of Takeover Defences. Working Paper № 1836–86. Sloan School of Management, MIT. September 1986. Tab. 1–2.

<sup>33</sup> Отдельный интерес представляют используемые в России методы и формы финансирования сделок по враждебному поглощению предприятий, а также методы оценки компаний-целей в процессе враждебных захватов. Подробно см. об этом: Враждебные поглощения. Материалы специального семинара журнала «Рынок ценных бумаг» и компании «ИнтерФинанс АВ» // Рынок ценных бумаг, 2001. № 11. С. 8–17.

законодательства о слияниях и поглощениях промышленной политике вряд ли актуальны для рассмотрения в силу отсутствия какой-либо концепции промышленной политики в РФ. Социальные конфликты, возникающие при реорганизации, хорошо известны на практике, однако специальное их регулирование (как, например, в ряде директив ЕС) отсутствует.

Следует также заметить, что установленные в Гражданском кодексе РФ формы реорганизации юридического лица не отражают всего многообразия экономических форм реструктуризации<sup>34</sup>. Вместе с тем различающиеся по экономической мотивации и результирующей структуре собственности экономические формы реструктуризации часто подпадают под единую форму реорганизации юридического лица. В настоящее время возникла очевидная потребность пересмотра существующего базового законодательства по нескольким направлениям:

- принятие федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций» или, по крайней мере, существенное обновление соответствующих норм Гражданского кодекса РФ и ряда других актов;

- совершенствование регулирования экономической концентрации в рамках антимонопольного законодательства;

- развитие и детализация правовых механизмов, обеспечивающих защиту прав как оферента, так и миноритарных акционеров при поглощении (публичная оферта, право принятия решений, «справедливая цена», право «выдавливания» мелких акционеров при приобретении определенного процента акций и др., кредиторов и иных заинтересованных лиц);

- развитие норм (требований) раскрытия информации о процедуре слияния или поглощения;

- обеспечение координации со стороны регулирующих органов (непротиворечивость ведомственных актов, единая система контроля и др.);

- обеспечение «прозрачности» судебной практики разрешения споров, возникающих в процессе поглощений.

---

<sup>34</sup> Львов Ю.А., Русинов В.М., Саулин А.Д., Страхова О.А. Управление акционерным обществом в России. М., 2000.