

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

Научные труды

№ 43Р

А.Радыгин, Р.Энтов, Н.Шмелева

**Проблемы слияний и поглощений
в корпоративном секторе**

**Москва
2002**

Институт экономики переходного периода

В работе предпринята попытка дать общий обзор особенностей рынка корпоративного контроля в России на основе имеющихся в западной литературе теоретических подходов, уже полученного отечественного опыта эмпирических исследований, анализа проблем действующего законодательства и механизмов регулирования слияний и поглощений.

Редактор: Н. Главацкая, К. Мезенцева
Корректор: С. Хорошкина
Компьютерный дизайн: В. Юдичев

Настоящее издание подготовлено по материалам исследовательского Проекта Института экономики переходного периода, выполненного в рамках гранта, предоставленного Агентством международного развития США.

ISBN 5-93255-090-2

Лицензия на издательскую деятельность Серия ИД № 02079
от 19 июня 2000 г.

125993, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229-6413, FAX (095) 203-8816

E-MAIL – root @iet.ru, WEB Site – <http://www.iet.ru>

© Институт экономики переходного периода 2002

Оглавление

Введение	5
1. Слияния и поглощения в рыночной экономике: современные теоретические подходы и мировая практика	7
1.1. Теоретические концепции	7
1.2. Влияние слияний и поглощений на эффективность хозяйственных операций: некоторые результаты эмпирических исследований	15
1.3. Новые формы реструктуризации хозяйственных операций	21
1.4. Слияния и поглощения как форма регулирования эффективности	38
1.5. Государственное регулирование процессов хозяйственной интеграции	51
2. Слияния и поглощения в России: особенности и современная практика	55
2.1. Слияния и поглощения в контексте процессов реорганизации и реструктуризации: уточнение основных определений	55
2.2. Процесс слияний и поглощений в России: определения и особенности	63
2.3. Особенности российской техники враждебных поглощений и методов защиты	70
2.4. Поглощения: первый практический опыт и посткризисная «волна»	77
2.5. Слияния и поглощения в контексте консолидации и реорганизации крупных российских групп (холдингов)	82

2.5.1. Предпосылки консолидации и реорганизации	82
2.5.2. Общая тенденция к интегрированным структурам и стратегия поглощений	85
2.5.3. Консолидация и реорганизация	93
2.5.4. Реорганизация естественных монополий и проблемы слияний (на примере РАО «ЕЭС России»)	99
3. Законодательство о слияниях и поглощениях: существующее состояние и предложения по совершенствованию	103
3.1. Общий подход	103
3.2. Антимонопольное регулирование и защита конкуренции	107
3.3. Права заинтересованных лиц	118
3.3.1. Общие положения	118
3.3.2. Права кредиторов	120
3.3.3. Права акционеров	126
Заключение	142
Приложения	148
Приложения 1. Таблицы 1–7, график 1	148
Приложение 2. Система защиты от враждебных действий	161
Источники	167

Введение

С конца XIX в. в американской экономике и в некоторых западноевропейских странах наблюдались (с интервалом в 15–20 лет) периодические волны слияний (mergers)¹.

Такие волны слияний отличались заметным размахом: так, в обрабатывающей промышленности США первая волна слияний (1887–1904 гг.) непосредственно затронула предприятия, на которых в 1900 г. было сосредоточено не менее 15% всех рабочих и служащих (Markham, 1955, p. 157)².

На протяжении XX столетия слияния и поглощения вызывали активный научный и общественный интерес. 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. Однако первая же волна слияний продемонстрировала, что интеграция осуществлялась для обеспечения более прочных монопольных позиций расширявшейся фирмы (см., например, Stigler, 1950). 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 актуальна и для этих стран. С учетом исключительной «емкости» данной тематики и множества исследовательских проблем, имеющих значение для раскрытия темы, авторы не претендуют на всесторонний охват проблематики. В настоящей работе предпринимается попытка дать общий обзор особенностей прежде всего рынка корпоративного контроля в России на основе имеющихся в западной литературе теоретических подходов, уже полученного отечественного опыта эмпирических исследований, анализа проблем действующего законодательства и механизмов регулирования слияний и поглощений.

В первой главе рассматриваются современные теоретические подходы к проблемам слияний и поглощений, а также мировая практика. Особое вни-

¹ Позднее стали чаще различать поглощения (takeovers) и слияния.

² На самом деле распространение слияний было, по-видимому, еще более широким, так как учитывались лишь крупные слияния (фирмы с капитализацией не менее миллиона долларов).

мание авторы уделили таким вопросам, как теоретические концепции слияний и поглощений, влияние слияний и поглощений на эффективность хозяйственных операций (с учетом эмпирических исследований данных операций), новые формы реструктуризации хозяйственных операций, слияния и поглощения как форма регулирования эффективности, государственное регулирование процессов хозяйственной интеграции.

Вторая глава посвящена особенностям и современной практике слияний и поглощений в России. Авторы рассматривают эти хозяйственные операции в контексте процессов реорганизации и реструктуризации, уточняя ряд имеющихся определений и понятий. Анализ процессов слияний и поглощений позволяет выделить четыре группы особенностей, характерных для России. Отдельные разделы посвящены изучению особенностей российской техники враждебных поглощений и методов защиты, а также оценке перспектив развития этих операций в контексте консолидации и реорганизации крупных российских групп.

Наконец, в третьей главе анализируется законодательная база слияний и поглощений, сформировавшаяся в России, и опыт практического регулирования. Авторы уделяют особое внимание остающимся актуальными проблемам в законодательстве и проблемам регулирования.

Практическое использование результатов исследования может быть связано с разработкой рекомендаций по концептуальным направлениям развития и с подготовкой проектов новых нормативно-правовых актов государственного регулирования процессов реорганизации коммерческих организаций и защиты прав акционеров (инвесторов) в России.

Потенциальными пользователями результатов работы могут быть Правительство РФ, Государственная Дума Федерального Собрания РФ, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, Министерство экономического развития и торговли РФ, Министерство по антимонопольной политике РФ, Министерство государственного имущества РФ.

1. Слияния и поглощения в рыночной экономике: современные теоретические подходы и мировая практика

1.1. Теоретические концепции

Хозяйственные ситуации, в которых могут иметь место слияния (С) и поглощения (П), чрезвычайно разнообразны. Это обстоятельство, вероятно, и породило множество различных теоретических интерпретаций указанных процессов. Перечисление существующих концепций начнем с характеристики центральной проблемы – методов рыночного регулирования эффективности хозяйственных операций.

Недостаточная эффективность предприятий. Рассмотрим ситуацию, когда на рынках продуктов, изготавливаемых фирмой X, обнаруживается сравнительно высокий уровень издержек производства и/или сбыта; рыночные позиции фирмы оказываются ослабленными вследствие ухудшения ее финансового положения.

К числу необходимых условий вывода фирмы из кризиса обычно относят смену «неэффективного» руководящего состава. Один из исследователей проблемы, Г.Мэнни, высказал предположение, что именно С и П позволяют осуществить эти задачи наиболее радикальным способом (см. Manne, 1965; 1967). Заметим при этом, что фирма, перехватившая контроль, вовсе не обязательно должна обеспечить переход к более эффективным методам производства всех товаров, выпускаемых фирмой. Одна лишь приостановка проектов, характеризующихся отрицательной чистой приведенной стоимостью, в ряде случаев может повлечь за собой существенное повышение рыночной стоимости фирмы.

Нетрудно видеть, однако, что само регулирование, осуществляющееся в подобных формах, неизбежно предполагает огромные издержки; поэтому основные надежды многие экономисты возлагают на действие других (прежде всего «внутренних») механизмов регулирования эффективности. Важную роль при этом могут играть конкурентные силы, действующие в «высших сегментах» рынка труда; поэтому в С и П (особенно в агрессивных поглощениях³) один из сторонников указанной точки зрения, Ю.Фама, ви-

³ Точное определение агрессивного («жесткого») поглощения остается предметом дискуссии. Так, Г.Шверт приводит пять распространенных определений агрессивно-

дит лишь «последнюю инстанцию» в реализации рыночной дисциплины (discipline of last resort) – см. Fama, 1980, p. 295.

К числу разновидностей концепции, которая выводит поглощения из недостаточной эффективности функционирующей фирмы, можно отнести и теоретические модели, связывающие такую неэффективность с проявлениями в рамках корпорации конфликта «принципал – агент», а также с политикой менеджмента, направленной на максимизацию свободных потоков денежных ресурсов (см., например, Jensen, 1986) и/или на максимизацию доходов фирмы в расчете на одну акцию (earnings per share) – см. Bhagat, Shleifer, Vishny, 1990. Одна из версий подобной концепции видит источник неэффективности фирм просто в инертности «окопавшегося» менеджмента и в том, что высший управленческий персонал проявляет недостаточную заинтересованность в увеличении рыночной стоимости фирмы. В качестве одного из аргументов обычно приводятся ссылки на весьма слабую связь между рыночным курсом ценных бумаг, выпущенных фирмой, и материальным вознаграждением менеджеров высшего уровня⁴.

Вместе с тем некоторые авторы склонны приписывать недостаточную основательность инвестиционных проектов чрезмерной склонности к риску поглощения, которые, строго говоря, нельзя считать взаимоисключающими (см. Schwert, 1999). Чаще всего под агрессивным поглощением имеют в виду ситуацию, когда покупатель обращается с тендерным предложением прямо к акционерам. Обычно подобное развитие событий – следствие того, что переговоры с руководством корпорации зашли в тупик. В США в первой половине 80-х гг. не менее половины поглощений безусловно можно характеризовать как «дружественные»: условия купли-продажи опирались на предварительное соглашение между корпорацией-покупателем и советом директоров, а также менеджментом поглощаемой компании (компания-цели) – см. Comment, Jarrel, 1987. В некоторых случаях «дружественные» поглощения могут и не предполагать предварительных переговоров (takeovers «made in heaven»).

⁴ Расчеты К. Мэрфи показывают, что оплата высших менеджеров к началу 80-х гг. в гораздо большей степени зависела от размеров фирмы, чем от изменения рыночной стоимости их акций (Murphy, 1985); отсюда выводятся «немаксимизирующие» решения руководителей корпорации о расширении хозяйственных империй. В 1980 г. лишь 20% выплат, получаемых высшими управляющими (chief executive officer) фирмы, были хоть как-то связаны с движением рыночного курса акций (Hall, Liebman, 1998). Широкую известность приобрели расчеты М. Дженсена и К. Мэрфи, согласно которым размеры стимулирующего вознаграждения в американских корпорациях в 80-х гг. характеризовались следующими пропорциями: при увеличении рыночной стоимости акций на 1000 долл. высший управляющий соответствующей компании должен был дополнительно получить, в среднем, менее 5 центов (Jensen, Murphy, 1990).

ку и большим амбициям («гордыне») менеджеров, выступающих в качестве руководителей корпорации; речь идет о получившей с конца 80-х гг. широкую известность «теории гордыни» («hubris theory») – см. Roll, 1986. На основе обзора большого числа работ, посвященных С и П, Р.Ролл предложил следующую интерпретацию: во многих случаях предприниматель просто обнаруживает «гордыню», полагая, что он может оценить потенциальную стоимость фирмы лучше, чем рынок. При этом инициатор П исходит из предположения, согласно которому новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость фирмы. (Заметим, что подобную «гордыню» трудно считать необоснованной, если предположить, что предприниматель, покупающий фирму, обладает значительно большей информацией по сравнению с другими инвесторами. Но, согласно предположениям Р.Ролла, все покупатели располагают одинаковой информацией).

Нетрудно понять, что подобная стратегия чаще всего обречена на неудачу в тех случаях, когда можно считать обоснованной сильную гипотезу относительно информационной эффективности финансового рынка (см. Fama, 1970; 1991): в ценах акций и облигаций, выпущенных фирмой X, в этом случае учтена (воплощена) вся наличная информация о фирме. Единственный шанс покупателю может предоставить лишь какой-либо совершенно непредвиденный поворот в развитии событий.

Однако сами предпосылки, из которых исходит сильная гипотеза информационной эффективности финансовых рынков, вряд ли можно полагать совершенно реалистичными. На практике инвесторы сталкиваются с различными барьерами на пути информационных потоков, с существенными транзакционными и информационными издержками, а также с прочими «несовершенствами» финансовых рынков. Хорошо известны и ситуации «подавленного» состояния рынков ценных бумаг, когда под действием временных конъюнктурных факторов q -коэффициент Тобина (т.е. коэффициент, характеризующий соотношение между рыночной стоимостью ценных бумаг, эмитированных компанией, и восстановительной стоимостью ее реальных активов) имеет весьма низкий уровень. Все это может порождать ситуации, когда решение о покупке фирмы может свидетельствовать скорее о трезвом расчете, чем о «чрезмерной гордыне» инвестора.

Критерии эмпирической проверки концепции «гордыни» представляются недостаточно четко определенными. Как отделить случаи «непомерных амбиций» от обычных ошибок в оценке перспектив реструктуризации? В какой мере движение рыночной стоимости корпорации-покупателя (рыночный курс их акций, в соответствии с hubris theory, после слияния должен

падать) отражает такую «гордыню», а не очередной зигзаг спекулятивных операций на финансовых рынках? Эти (а также другие аналогичные) вопросы, к сожалению, остаются без ответа; поэтому не вполне ясны и способы эмпирической проверки указанной гипотезы.

Возможности операционной синергии. До сих пор речь шла о возможностях повышения эффективности лишь в рамках приобретаемого предприятия (фирмы). Однако С и П чаще всего открывают возможности использования преимуществ, связанных с горизонтальной или вертикальной интеграцией хозяйственных процессов.

Одна из теоретических гипотез, выдвинутых Б.Клайном, Р.Кроуфордом и А.Элчианом, предполагает, что фирма добивается сравнительно больших успехов в случае глубокой специализации принадлежащих ей активов (Klein, Crawford, Alchian, 1978). Ясно, что в подобных случаях вертикальная интеграция может обеспечивать лучшую координацию при использовании взаимодополняющих высокоспециализированных активов на различных стадиях производственного процесса. Горизонтальная интеграция позволяет добиться экономии в условно постоянных расходах и реализовать экономию на масштабах производства (economies of scale).

Финансовые синергии. В некоторых случаях простая диверсификация денежных потоков может обеспечить благоприятный эффект: если движение финансовых ресурсов в двух фирмах не слишком тесно коррелировано между собой, слияние может – разумеется, при прочих равных условиях – содействовать стабилизации финансового положения объединенной компании.

При предпосылках, обычно используемых в стандартных теоретических моделях слияний (см., например, Scott, 1977), объединение фирм, не использующих «рычаг» (заемные ресурсы, полученные, например, с помощью облигационного финансирования), редко может обеспечивать существенные финансовые выгоды. Расширение заемных операций фирмы меняет дело существенным образом. Слияние обеспечивает упрочение финансовой базы финансовых операций, а это, в свою очередь, повышает кредитоспособность фирмы и позволяет ей претендовать на привлечение более крупных займов⁵.

Вместе с тем поглощение компании, интенсивно пользовавшейся финансовым рычагом или имеющей право на получение налоговых льгот, позволяет «прикрыть» свои доходы от обложения дополнительным «щитом» (tax shield), обеспечивая тем самым экономию на налоговых платежах.

⁵ Дополнительные соображения можно найти в Stapleton, 1982.

Спад на отраслевых рынках и диверсификация. С и П могут оказаться удобной формой вывода части капитала из отраслей, столкнувшихся со спадом, особенно с долговременным сокращением спроса на их продукцию. Более того, в ряде случаев диверсификация может открыть путь к более эффективному использованию взаимодополняющих ресурсов и к более полному использованию имеющихся производственных мощностей. Диверсификация нередко оказывается исходным пунктом для последующей «переакцентировки» и реструктуризации всей хозяйственной стратегии фирмы, переноса центра тяжести в ее деятельности на выпуск новых продуктов и оказания новых услуг (см., например, Chung, Weston, 1982).

Реструктуризация и перераспределение ресурсов. Реструктуризация хозяйственных операций в результате перехвата корпоративного контроля может сопровождаться перераспределением ресурсов между основными участниками хозяйственных операций, осуществляемых корпорацией (stakeholders) – владельцами фирмы, менеджерами, кредиторами, рабочими и др. Это может быть связано, например, с ликвидацией прямых последствий, связанных с неэффективным управлением, и, соответственно, может сопровождаться отказом от невыгодных контрактов, обменом ранее выпущенных облигаций, требующих больших процентных выплат, на акции, увольнениями и привлечением новых наемных работников на более выгодных для фирмы условиях. Тем самым перераспределение средств в пользу акционеров может означать, по крайней мере, некоторое ограничение монополистической практики на рынках факторов производства (см. Shleifer, Summers, 1988), но, вместе с тем, может характеризоваться и усилением монополистических тенденций на тех же рынках.

Роль информации, сигнализирования (signalling) и обеспечения ликвидности. Указанные концепции обычно исходят из того, что цены акций не исчерпывают всей информации о компании-цели. Тогда во многих случаях тендерное предложение покупателя может служить сигналом для последующего повышения рыночной стоимости фирмы; само предложение пробуждает интерес потенциальных инвесторов к фирме, кажущейся недооцененной. Владение акциями недооцененной фирмы часто сравнивают с «владением шахтой, содержащей золото» («sitting on a gold mine») – см. Bradley, Desai, Kim, 1983; 1988.

С.Росс показал, что сама структура финансирования инвестиций может интерпретироваться как сигнал на рынке капитала (Ross, 1977). Так, решение компании X прибегнуть к дополнительной эмиссии облигаций может быть истолковано как свидетельство высокой кредитоспособности фирмы;

это, в свою очередь, может повысить ее привлекательность в качестве объекта поглощения.

К указанным концепциям примыкают и современные теории корпоративного управления. Эти теории ставят материальные стимулы, побуждающие владельцев акций к более или менее активному мониторингу, в зависимости от ликвидности рынка соответствующих акций (см. Holmstrom, Tirole, 1993; Tirole, 1999). Сама ликвидность акций побуждает их владельцев уделять гораздо больше внимания вопросам возможного перехвата акционерного контроля.

П.Болтон и Э.-Л. фон Тадден в своей модели исходят из того, что в этой сфере существует следующий конфликт: чем прочней владельцы стратегического пакета утверждают свой контроль над корпорацией, тем сильнее оказывается их заинтересованность в проведении тщательного мониторинга за решениями управленческого персонала. Но тем самым в наименьшей степени удовлетворяется спрос инвесторов на ликвидные вложения. Именно реструктуризация компании и рынок С и П оказываются главным фактором, позволяющим поддерживать необходимую ликвидность фондового рынка и удовлетворять соответствующий спрос со стороны инвесторов (см. Bolton, von Thadden, 1998).

В этой концепции особенно отчетливо отразилось формирование в развитых странах новых рынков, объектом торговли на которых оказываются не только отдельные фирмы, но и предприятия, отдельные хозяйственные подразделения, цехи и т.п. В последующем изложении (разд. 1.3 и 1.4) рассматривается техника разукрупнения большой корпорации, предполагающая не только передачу права собственности и возможности контроля за функционированием отдельных сегментов фирмы, но и появление на рынке акций отпочковавшейся компании (например, split-off IPO).

Отделение собственности от контроля и проблемы делегирования полномочий (agency problems). Делегирование полномочий управляющему персоналу (Jensen, Meckling, 1976) повышает роль решений, принимаемых менеджерами; наряду с неэффективным управлением возникает также возможность смещения приоритетов в развитии компании.

Так, в силу финансовых и престижных соображений высшие менеджеры могут реализовать стратегию неоптимального (с точки зрения собственников) расширения сферы деятельности компании. Современная теория исходит из предположения, согласно которому с расширением ассортимента выпускаемой продукции особенно сильно возрастает роль функций общего управления (организация и координация различных производств, контроль

за различными сферами разросшейся хозяйственной деятельности и т.п.). Обретая все большую роль в сфере управления, высшие менеджеры могут инициировать С и П, которые не ведут к увеличению чистой приведенной стоимости своей компании.

Распространение конгломератных слияний может вызвать к жизни целую цепь (цикл) С и П. Так, вначале энергичные («непомерно гордые») менеджеры в ходе С и П присоединяют к своей компании ряд фирм. В последующий период постепенно выявляется неэффективность сложившегося «рыхлого» конгломерата; раньше или позже последний сам превращается в объект последующих С и П. В конце концов более удачливому предпринимателю удастся перехватить контроль и осуществить последующую реструктуризацию компании, прибегая к продажам (sell-off) или дивестициям (divestiture) отдельных бизнес-единиц, входивших в состав конгломерата⁶.

Таким образом, С и П могут оказаться как результатом деятельности высшего менеджмента, преследующего собственные интересы, так и реакцией рынка на те действия менеджеров, которые ведут к снижению эффективности и чрезмерному «разбуханию» фирмы в результате конгломератных слияний.

Особенно широкое распространение получила концепция М.Дженсена: в центре конфликта между менеджерами и акционерами на практике оказывается движение свободных потоков денежных средств и, в частности, размеры выплат акционерам (см. M.Jensen, 1986; 1988). В соответствии с гипотезой автора, высший управленческий персонал стремится урезать эти выплаты, оставляя в своем распоряжении возможно большую часть свободных денежных ресурсов.

В некоторых версиях эта концепция вполне может сочетаться с упоминавшимися выше теоретическими схемами, описывающими стремление высшего менеджмента к построению обширных «хозяйственных империй». Она часто используется при описании стимулов, побуждающих менеджеров к осуществлению конгломератных слияний.

М.Дженсен полагает, что попытки менеджмента поставить под контроль свободный поток денежных средств должны наиболее часто наблюдаться в фирмах, стремящихся вывести основную часть своего капитала из «старых» отраслей. В тех случаях, когда вызванные подобными решениями агентские издержки достигают особенно больших размеров, фирма неизбежно становится вероятным объектом С и П.

⁶ Более подробно эти процессы рассматриваются в разделе 1.3.

Стремление к усилению монополистических позиций фирмы. Рассматривавшееся выше перераспределение ресурсов, сопровождавшее С и П, согласно предположениям соответствующих теоретических схем, должно было расчищать дорогу действию конкурентных рыночных сил. Но, как отмечалось во введении, возможно и развитие противоположных тенденций: С и П могут ставить своей целью укрепление монополистических (олигополистических) позиций фирмы. Так, стратегия фирмы может предполагать поглощение корпорации – конкурента.

Опыт первых волн С и П в США наглядно свидетельствует о том, что оценка авторов, считавших С и П важнейшим средством устранения или ограничения конкурентного соперничества (см., например, Moody, 1904), вполне реалистична. Это относится, разумеется, не только к первым волнам С и П и не только к американскому опыту: так, слияния в 12 отраслях обрабатывающей промышленности ФРГ на протяжении 60-х гг. привели к весьма существенному росту концентрации производства и капитала в указанных отраслях (Myller, Hochreiter, 1976). Нетрудно предположить, что размах С и П, а вместе с тем и масштабы горизонтальной интеграции в США и странах Западной Европы были бы, по-видимому, намного большими, если бы они не ограничивались правительственным антitrustовским регулированием.

В предшествующем изложении выделены некоторые теоретические схемы С и П, сгруппированные по различным критериям. В реальной жизни описанные процессы могут различным образом переплетаться друг с другом. Скажем, операционные синергии могут сочетаться с финансовыми, а тендерное предложение о покупке может оказаться сигналом, привлекающим внимание участников рыночных операций к потенциальным возможностям, позволяющим реализовать схемы олигополистической координации действий. Движение к установлению в результате С и П оптимальных операционных и финансовых характеристик развития компании может опосредоваться «набегами» рейдеров, которые преследуют при этом чисто спекулятивные цели.

Совершенно различными могут быть и общие результаты С и П. В одних случаях процессы хозяйственной интеграции могут открыть путь к эффективной реорганизации всей деятельности поглощенной корпорации, а в других – породить громоздкие и «рыхлые» конгломераты, сталкивающиеся с бесчисленными проблемами и, прежде всего, с трудностями управления и недостаточной эффективностью.

Во многих случаях в С и П проявляется действие конкурентных сил («рыночная дисциплина»), вместе с тем С и П могут вести и к ограничению

конкуренции и расширению возможностей олигополистического или монополистического регулирования рынка. Достаточно напомнить, что в волне слияний на пороге двадцатого столетия в США Дж. Стиглер видел «merging for monopoly», а в слияниях 20-х гг. «merging for oligopoly» (см. Stigler, 1950).

В конце XX столетия особенно отчетливо обнаружилось циклы в движении процессов интеграции и обособления: за многими конгломератными слияниями по истечении сравнительно небольшого периода следовали продажи, акционерные «отщепления» (equity carve-outs) и дивестиции. Поскольку случаи не только «чисто горизонтальных», но и многих вертикальных слияний контролировались органами антимонополистического регулирования, предприниматели стремились найти более гибкие формы перераспределения корпоративного контроля, обеспечивающие олигополистическую координацию действий на товарных и финансовых рынках.

1.2. Влияние слияний и поглощений на эффективность хозяйственных операций: некоторые результаты эмпирических исследований

К числу непосредственных последствий С и П можно отнести довольно резкий взлет рыночных цен на акции приобретаемой корпорации непосредственно перед покупкой. По данным одного из американских обследований, охватывавшего 663 удачно завершившиеся тендерные покупки (1962–1985 гг.) такая премия, присваиваемая продавцами акций, в 60-х гг. составляла в среднем 19%, в 70-х – 35% и в первой половине 80-х гг. – 30% (Jarral, Brickley, Netter, 1988, p. 51); примерно к таким же результатам приводят расчеты на основе другого исследования (Bradley, Desai, Kim, 1988). Таким образом, С и П, осуществлявшиеся в американской экономике на протяжении послевоенных лет, безусловно обеспечивали выгодные условия продавцам основной части акций, менявших владельца; в большинстве случаев в выигрыше оказывались и остальные акционеры поглощаемой компании.

Более детальный анализ динамики рыночных курсов акций поглощаемых компаний показывает: дополнительные доходы оказывались особенно значительными за несколько дней до объявления о покупке. Так, в 1984 г. в системе NASDAQ за 10 дней до объявления о продаже курсовые доходы составляли 19%, а за день – 10,7% (Asquit, 1988).

Рыночные выгоды покупателя представляются, по крайней мере на

первый взгляд, значительно меньшими; в некоторых случаях вслед за осуществлением С или П рыночная стоимость корпорации – покупателя просто снижалась. Авторы одного из исследований, посвященных экономическим последствиям С и П в банковской сфере, выносят в заголовок своей статьи слова о «проклятии, тяготеющем над победителем» («winner's curse») – см. Giliberto, Varaiya, 1989.

И все же вопрос о подлинных убытках или выгодах, с которыми сталкивается корпорация-покупатель, представляется намного более сложным. Прежде всего, вряд ли имеет смысл ограничиваться лишь непосредственным эффектом; указанные выгоды, вероятнее всего, должны обнаруживаться по завершении реконструкции приобретенных производственных мощностей и общей реорганизации компании⁷.

Финансовый рынок далеко не всегда может обеспечить несмещенный прогноз результатов указанного процесса. Кроме того, выгоды, которые носят частный характер, могут не найти отражения в движении рыночной стоимости корпорации-покупателя.

Известные эксперты М.Дженсен и Р.Рубэк в своем обзоре рассмотрели результаты 13 эмпирических исследований, посвященных С и П в американской экономике. По их оценкам, дополнительный доход, получаемый корпорациями-покупателями, составлял около 4% (Jensen, Ruback, 1983). Другие исследования немедленной реакции рынка капиталов на объявленные сделки в 60-х гг. XX столетия примерно соответствовали оценкам Дженсена – Рубэка, а в 70-х гг. снизились до 2% (см. Jarrel, Brickley, Netter, 1988). Примечательно, что в 80-х гг. как упоминавшееся выше, так и другие исследования (например, Bradley, Desai, Kim, 1988) фиксируют отрицательные дополнительные доходы у компаний-покупателей⁸. На результатах С и П явно сказалось вторжение в эту сферу огромных масс спекулятивного капитала.

⁷ При этом неизбежно возникают дополнительные затруднения: чем больший период отделяет рассматриваемую компанию от момента слияния, тем трудней выделить роль начальных импульсов. Исследование, проведенное по семи странам – США, Великобритания, ФРГ, Франция, Швеция, Бельгия и Голландия, – приводит к выводу, что влияние поглощений на прибыльность корпораций удается проследить лишь на протяжении 3–5 лет после продажи фирмы (см. The Determinants and Effects of Mergers, 1980).

⁸ Это не означает, разумеется, что каждая подобная сделка приводила к уменьшению рыночной стоимости корпораций-покупателей. Исследование финансовых результатов 133 слияний американских компаний с 1975 г. по июнь 1984 г. показывает, что отрицательные доходы обнаруживались у 53% компаний-покупателей; примечательно, что у остальных корпораций положительные дополнительные доходы чаще всего оказывались сравнительно невелики – до 5% (You, Caves, Smith, Henry, 1986).

До сих пор речь шла о краткосрочном, непосредственном эффекте С и П. Однако особый интерес, как отмечалось выше, могут представлять более отдаленные последствия указанных операций. П.Малатеста рассматривал весьма благоприятный для фирм-покупателей период (1969–1974 гг.), его обследование охватило 336 слияний. Правда, рассматриваемый период после поглощения был не слишком продолжительным – до 5 лет. В своих расчетах он использовал стандартную модель CAPM (с ее помощью оценивались, однако, не ожидаемые доходы, а устанавливаемые *ex post* превышения над «нормальными» доходами).

На протяжении первых пяти месяцев, последовавших за слиянием, средний совокупный дополнительный доход акционеров в расчете на одну компанию-покупателя составил около 20 млн долл., но через 61 месяц был зафиксирован отрицательный доход, составлявший в среднем 117 млн долл. на компанию (Malatesta, 1983). Заметим при этом, что средние величины в данном случае могут оказаться просто равнодействующей разнонаправленных эффектов: сравнительно небольшого положительного эффекта, наблюдавшегося у многих покупателей, и особенно крупных убытков, с которыми столкнулось несколько попавших в исследование инвесторов, при реализации чрезвычайно рискованных проектов С и П.

Поэтому особый интерес представляют результаты исследований, в которых авторы стремятся дезагрегировать совокупные данные и выделить возможные стратегии корпорации-покупателя. К числу таких работ можно отнести статью Э.Берковича и М.Нарайнана, обобщившую данные по 330 тендерам американских компаний (1963–1988 гг.). Примерно в половине всех исследованных случаев слияния приносили покупателям положительный доход, составлявший в среднем около 10 млн долл. В 78 случаях (из 330) слияния сопровождалось падением общей доходности (отрицательной доходностью) сделки для продавцов и покупателей. Расчеты авторов подводят к выводу о том, что главную роль в инициировании указанных слияний играло стремление менеджеров к сосредоточению в своем распоряжении свободных потоков денежных ресурсов (Berkovitch, Narayanan, 1993). Результаты исследования хорошо согласуются с упоминавшейся выше гипотезой М.Дженсена.

Неблагоприятные последствия для компании-покупателя проявляются особенно отчетливо в тех случаях, когда речь идет о конгломератных поглощениях 60-х – начала 70-х гг. Можно сослаться в этой связи на результаты исследования Д.Рэвенскрафта и Ф.Ширера, рассматривавших слияния в обрабатывающей промышленности США. Фирмы, прибегшие к конгломерат-

ным поглощениям, по оценкам авторов, впоследствии продали больше половины приобретенных компаний. Корпорации, не продавшие приобретенные предприятия, столкнулись с серьезным снижением своей рентабельности. До слияния норма прибыли приобретенных компаний (стоимость активов которых не была объявлена в момент покупки) превышала среднеотраслевые показатели рентабельности более чем в два раза, а после слияния она неизменно оказывалась гораздо ниже. Требовалось, в среднем, примерно девять лет, чтобы доходность поглощенных компаний могла достичь среднеотраслевых характеристик рентабельности (см. Ravenskraft, Scherer, 1987).

Как отмечалось выше, неэффективные С и П кладут начало циклам интеграции и последующего обособления различных хозяйственных операций. М.Митчелл и К.Лейн особо выделили те поглощения, на которые американские финансовые рынки реагировали значительным понижением курса акций корпораций-покупателей. Эти авторы смогли продемонстрировать, что среди компаний, попавших в указанную группу, большая часть сама оказалась объектом С и П на протяжении последующего периода. Одно из первых решений, которое принимал «покупатель покупателя» после поглощения, – это увольнение ряда высших должностных лиц, осуществлявших строительство неэффективных «хозяйственных империй» в предшествующий период (Mitchell, Lehn, 1990).

Вместе с тем результаты обследований, по-видимому, могут свидетельствовать о том, что С и П во многих случаях открывают путь к повышению эффективности хозяйственных операций. Во всяком случае, среди корпораций-целей чаще всего присутствуют убыточные (или недостаточно прибыльные) фирмы – см. Palepu, 1986; Morck, Shleifer, Vishny, 1988.

Обследование крупных слияний (более 50 случаев, 1979–1983 гг.) показало, что в последующий период норма прибыли (до вычета налогов) у корпораций-покупателей оказывалась в среднем на 2,4 процентных пункта выше, чем до слияния – см. Nealy, Palepu, Ruback, 1992. В финансовом секторе банки, выступавшие в качестве «поглотителей», чаще всего характеризовались более высокой рентабельностью, и после слияния эффективность их операций в большинстве случаев действительно повышалась (de Young, 1997).

Можно ли полагать, что тендерное предложение о приобретении акций служит сигналом, выявляющим рыночную недооценку компании-цели? Результаты исследований С и П лишь частично согласуются с указанными теоретическими предположениями. В случаях, когда предложение о слиянии

было отвергнуто руководством компании-цели, данная компания привлекала к себе внимание и часто действительно оказывалась объектом поглощения в последующий период.

Если она все же оставалась непроданной, то, как свидетельствуют наблюдения за рынком (см., например, Bradley, Desai, Kim, 1983), на протяжении последующего периода – от года до 5 лет – рыночный курс ее акций возвращался примерно к тому же уровню, который существовал до первого тендерного предложения. Применительно к этим случаям вряд ли можно утверждать, что акции были недооценены рынком и предложение о покупке выступало в качестве сигнала, побуждавшего к приобретению таких акций.

Некоторое подтверждение в эмпирических исследованиях получила также гипотеза, согласно которой одной из целей агрессивного поглощения служит необходимость избавить фирму от инертного (или, как отмечалось выше, чрезмерно активного, стремящегося к расширению своей «хозяйственной империи») «окопавшегося» менеджмента, не соглашающегося добровольно покинуть свои посты – см. Shivdasani, 1993; Schwert, 1996. Вместе с тем, как свидетельствуют расчеты Г.Шверта, принудительный («жесткий») характер поглощения чаще всего был связан с особенно упорным торгом, который вели менеджеры корпорации-цели, – торгом, направленным на достижение более выгодных для (акционеров) этой корпорации условий поглощения.

Одна из трактовок теоретической гипотезы М.Дженсена, использовавшаяся в эмпирических исследованиях, сводилась к тому, что менеджеры корпорации-покупателя в качестве объекта поглощения выбирают фирмы, обладающие сравнительно большими ликвидными резервами. Результаты некоторых исследований (см., например, Harford, 1999) трудно согласовать с гипотезой Дженсена: в соответствии с указанными расчетами фирмы, обладавшие крупными резервами ликвидных средств, на самом деле не чаще, а реже других выступали в качестве объекта поглощения.

Таким образом, как явствует из результатов многих исследований, теоретическая модель С и П, обеспечивающих реализацию различных видов «синергии» и повышение эффективности тех операций, которые осуществляются корпорациями-покупателями, получает некоторую поддержку. Но еще большей представляется роль рынка корпоративного контроля С и П в «расформировании» неэффективных компаний и общем перераспределении (реаллокации) ресурсов. В указанных случаях, к сожалению, особенно трудно оценить масштабы повышения эффективности, но в отдельных исследо-

ваниях отмечаются наибольшие выгоды, которые корпорации-покупатели могли извлекать из перепродажи части активов, ранее принадлежавших компании-цели (Mikkelson, Ruback, 1985)⁹, или в результате сокращения излишней рабочей силы на предприятиях этой фирмы (Shleifer, Summers, 1988).

Вместе с тем немало фактов говорит о том, что часть сделок, особенно на гребне волны С и П диктуется, скорее, спекулятивными мотивами и/или амбициями могущественных менеджеров (гипотеза, трудно поддающаяся сколько-нибудь строгой эмпирической проверке). Достаточно напомнить в этой связи о мощной волне конгломератных слияний в 60-х – 70-х гг. М.Дженсен показал, что лишь некоторую, не очень большую часть этих слияний можно связать с проявлением жесткой дисциплины, диктуемой рынком капиталов (см. Jensen, 1993).

Показательным можно считать и то обстоятельство, что наибольшая часть С и П реализуется не тогда, когда впервые обнаруживается целесообразность подобной сделки, а лишь тогда, когда развертывается массовая волна интеграционных процессов. В нарастании такой волны немалую роль обычно играет спекулятивная лихорадка.

У.Шугарт и Р.Толлисон показали, что годовая динамика С и П в США на протяжении 1895–1947 и 1948–1979 гг. хорошо описывается авторегрессионной зависимостью, когда масштабы С и П в данном году в большой мере определяются уровнем активности, достигнутым в предшествующем году (Shughart, Tollison, 1984). Поскольку движение волны С и П подчинено логике процесса «образования пузыря» (bubble process), оно неизбежно приводит к чередованию «недостаточных» действий рыночного механизма с «избыточными».

До сих пор речь шла о центральной проблеме, которой были посвящены упоминавшиеся исследования: рассматривался вопрос о том, как С и П влияют на изменения эффективности, а вместе с тем – на рыночную стоимость соответствующих корпораций. В заключение отметим и один из более «технических» аспектов проблемы.

Финансовые потоки С и П существенно зависят и от предлагаемых условий форм платежа. В тех случаях, когда корпорация-покупатель предлагала в качестве средств платежа собственные акции, рыночный курс этих акций неизменно обнаруживал тенденцию к «проседанию». В соответствии с расчетами Н.Травлоса, через два дня после объявления об обмене акции

⁹ В ряде случаев подобная перепродажа активов включается в «пакетную сделку» при самом заключении контракта (см., например, в «New York Times» 31.XI. 1985, p. 29, 31).

американских компаний-целей дополнительно поднимались в цене на 12,0%, а акции корпораций-покупателей дешевели в среднем на 1,5%, причем подобный эффект снижения курсов акций покупателя полностью исчезал в случае оплаты деньгами (Travlos, 1987). Одна из возможных интерпретаций связывает понижение рыночной стоимости в случаях обмена акций с негативным сигнальным эффектом: покупатель может испытывать трудности с ликвидными резервами и/или натолкнуться на отказ банка предоставить соответствующую ссуду.

Таким образом, результаты эмпирических исследований говорят о том, что корпорации могут прибегать к С и П, исходя из различных соображений. Как отмечалось выше расчеты, сделанные рядом авторов, неплохо согласуются с гипотезой, предполагающей стремление высших менеджеров к контролю над возможно более обширными потоками «свободных» денежных ресурсов. Нарастанию волны недостаточно эффективных конгломератных слияний безусловно могла способствовать стратегия высших руководителей корпорации, направленная на расширение их «хозяйственных империй».

И все же важнейший вывод, к которому приходит большинство эмпирических исследований, – это вывод, согласно которому С и П «создают дополнительную стоимость». Иными словами, указанные операции обеспечивают дополнительные (курсовые) доходы участникам сделки. Можно предположить, что в большинстве подобных случаев увеличение доходов отражает более эффективную аллокацию ресурсов и соответствующую реструктуризацию хозяйственных операций. Однако по мере нарастания волны С и П неизбежно увеличивался и размах спекулятивных операций, неоправданных «хозяйственных экспериментов», приводивших к появлению нежизнеспособных «рыхлых» объединений и т.п.

1.3. Новые формы реструктуризации хозяйственных операций

Переход к закрытым компаниям: опыт 80-х гг. Мощная волна С и П вызвала к жизни такие формы реструктуризации, которые по существу представляли собой реакцию на угрозу агрессивных поглощений. Для ряда предпринимателей все более привлекательным представлялся отказ от публично-правовой формы корпорации и переход к «закрытым» формам организации бизнеса (going private). С конца 70-х – начала 80-х гг. особенно широкое распространение получает реструктуризация в форме выкупа акций и

организации на базе приобретенной компании фирмы с «закрытым» частным владением. При этом выкуп чаще всего финансировался за счет заемных средств, поэтому эту форму С и П связывали с выкупом с помощью долгового финансирования (Leveraged Buy-Out, далее LBO). В США с начала 80-х гг. от 10% до 27% всех С и П на рынке корпоративного контроля представляли собой LBO.

В качестве инициатора подобной реструктуризации выступал инвестор, формировавший некую номинально провозглашаемую компанию («shell corporation»); эта корпорация и осуществляла выкуп акций. После того как операция была завершена, обе фирмы – «новая» (недавно появившаяся) компания-покупатель и компания-цель обычно объединялись между собой. Кредиты на приобретение акционерного контроля инициаторы LBO могли получить под залог имущества, принадлежавшего покупаемой компании; срок банковской ссуды чаще всего не превышал семи лет.

После того как сделка была завершена, новые владельцы во многих случаях сразу же приступали к реорганизации компании-цели. Значительную часть активов, которые оказывались «излишними» (что выявлялось особенно наглядно при переходе к новой специализации компании) инициаторы LBO продавали, используя вырученные средства для частичного погашения большой задолженности фирмы.

LBO в существенной степени дополнили остальные формы С и П. Для расформирования рыхлых конгломератов и «фокусирования» деятельности компаний в тех секторах, где они могли бы использовать преимущества специализации, требовались дивестиции и другие формы сужения сферы хозяйственных операций¹⁰. При этом некоторая часть управляющего персонала находила привлекательным для себя приобретение того подразделения, которое прежние или новые владельцы направляют на продажу. Подобный выкуп, когда собственником некоторого сегмента компании становились (прежние) менеджеры, в литературе принято называть Management Buy-Out, далее MBO. К середине 80-х гг. 11–15% всех дивестиций в американской экономике были представлены MBO.

Среди основных действующих лиц LBO и MBO особое место всегда занимал специализированный финансовый посредник, помогавший разработать наиболее эффективный вариант выкупа и привлечь соответствующих кредиторов (или предоставлявший основную часть ссуды). В большинстве случаев в указанной роли выступали крупные инвестиционные банки;

¹⁰ Формы такого сужения сферы деятельности компании рассматриваются ниже.

в США особую известность получила фирма KKR («Kohlberg, Kravis, Roberts and Company»), чаще других предлагавшая свои услуги в качестве эксперта по осуществлению выкупа.

Сделка LBO обычно предполагает взаимную заинтересованность покупателя и продавца в осуществлении соответствующей купли-продажи. Однако и в этой сфере неоднократно встречались случаи агрессивного поглощения.

Мощное распространение LBO и MBO в сочетании с политикой выкупа акций, проводившейся рядом крупнейших корпораций, привели к тому, что общая сумма размещенного акционерного капитала в США значительно сократилась. При этом, чем крупнее были масштабы компании, прибегавшей к LBO, тем меньше оказывались шансы на успех команды менеджеров, стремящейся заполучить контроль над предприятиями фирмы.

Показательны результаты тендерных торгов по акциям американской фирмы «RJR Nabisco». В начале тендера группа менеджеров предложила акционерам фирмы выкупить акции по 75 долл. за штуку. KKR ответила предложением уплатить 90 долл. за акцию. В ходе дальнейшей конкуренции делались предложения, которые оказывались все более выгодными для акционеров «Nabisco». Примечательно, что в последнем туре группа менеджеров предложила более высокую цену (112 долл. за акцию) чем KKR (109 долл.), но совет директоров решил принять предложения, предусматривавшие более надежную схему обслуживания долговой нагрузки¹¹.

И тем не менее не только MBO, но и другие формы LBO чаще всего приводили к увеличению доли инсайдеров в акционерном капитале. В особенно большой мере это относилось к высшему управленческому персоналу. В соответствии с подсчетами С.Кэплана, на протяжении 80-х гг. удельный вес высших управляющих (CEO) в собственном капитале тех американских компаний, которые прибегли к поглощениям в форме LBO, увеличился с 1,4% до 6,4% (Kaplan, 1989).

Из самого описания техники LBO и MBO следует, что указанные формы реструктуризации в наибольшей степени применимы к превращению не очень крупных компаний в закрытые частные фирмы (privately-held firms). Однако, как свидетельствует упоминавшийся выше пример «RJR Nabisco», могут встречаться и существенные исключения из этого правила.

Все же в тех случаях, когда реструктуризации подвергаются крупные корпорации, чаще можно встретить рекапитализацию в форме «покупки» за

¹¹ К тому же предложения группы менеджеров предусматривали чрезвычайно высокие «компенсационные» выплаты и всякого рода бонусы управленческому персоналу.

(наличные) деньги (Leveraged Cash-Out, далее LCO). Источником финансовых ресурсов и в этом случае выступают заемные операции, например, выпуск фирмой необеспеченных облигаций с высокой степенью риска («мусорных» облигаций, junk bonds). Осуществив подобную эмиссию, корпорация получает возможность выплатить (однократный) чрезвычайно большой дивиденд внешним владельцам акций, тогда как инсайдеры получают на соответствующие суммы дополнительное количество акций¹²; новые акции («stubs») при этом часто выпускаются также для обмена на старые. Таким образом, рекапитализация в ходе LCO предполагает дополнительную эмиссию акций и облигаций (в некоторых случаях – выкуп части ранее выпущенных акций). Акции компании, прибегнувшей к LCO, как правило, значительно (например, на 20–30%) повышаются в цене.

Как и LBO, «покупка» за наличные деньги представляет собой сравнительно новую форму рекапитализации – инвестиционный банк «Goldman Sachs» впервые опробовал ее на фирме «Multimedia» в 1985 г. Как и в предшествующем случае, такая перестройка структуры капитала предполагает скачкообразное увеличение финансового рычага и последующее интенсивное погашение задолженности. Однако в случае LCO фирма не утрачивает статус корпорации, публично размещающей свои ценные бумаги, и во многих случаях «внешние» владельцы продолжают хранить весьма значительную часть акций.

Вместе с тем осуществление LCO ведет к резкому увеличению доли инсайдеров в акционерном капитале корпорации: в компании «Multimedia» в результате указанной операции удельный вес инсайдеров в общем распределении акций повысился с 13% до 43%, а в известной издательской фирме «Harcourt, Brace, Yovanovich» – с 7% до 30%. Как и в случаях MBO, роль менеджеров в принятии решений возрастает, но большинство голосов при реструктуризации в форме LCO обычно все же сохраняют за собой внешние владельцы.

Благодаря своему статусу открытой корпорации фирма сохраняет доступ к ресурсам, предоставляемым рынками ценных бумаг. Некоторое ослабление контроля со стороны внешних владельцев порождает дополнительные риски, связанные с увеличением издержек мониторинга и большей вероятностью «окапывания» инсайдеров (впрочем, похожие опасности под-

¹² Каждая из восьми крупных американских компаний, прибегнувших к LCO в 1987 г., выплатила своим акционерам в среднем около 2 млрд долл. (Kleiman, 1988). Вместе с тем высший управленческий персонал компании, осуществляющей LCO, получает возможность направить дополнительные денежные ресурсы на выкуп акций своей корпорации.

терегают и реструктуризацию на путях МВО), однако в обоих случаях чрезвычайно высокая долговая нагрузка может оказать важное дисциплинирующее воздействие на стратегию управления компанией¹³.

Одно из исследований в этой области выявило любопытный факт: у компаний, в которых менеджеры владеют большой (не менее 45%) долей всей акционерной собственности, обнаруживается гораздо более отчетливая корреляция между курсовыми доходами (по их акциям) и доходами, фигурирующими в бухгалтерской отчетности корпорации, чем у фирм, со сравнительно небольшой (до 5%) долей менеджеров во владении акциями. Если отчетные доходы компаний используются в качестве экзогенной переменной в уравнении регрессии, характеризующем курсовые доходы, то при переходе от второй группы корпораций к первой коэффициент регрессии при этой объясняющей переменной увеличивается в четыре с лишним раза (см. T.Warfield, J.Wild, K.Wild, 1995, p. 86).

Однако LBO, по-видимому, обладает и некоторыми достоинствами, которые могут быть не всегда присущи LCO. К выкупу с помощью долгового финансирования часто прибегают в случае чрезвычайного бюрократического разрастания управленческого аппарата; LBO позволяет сделать систему управления более простой и действенной. Кроме того, большая долговая нагрузка (финансовый рычаг) способствует укреплению рыночной дисциплины и ограничивает возможности увеличения издержек, порождаемых противостоянием «принципал – агент».

После того как (закрытые) частные компании завершают процедуру выкупа, новый состав их руководства может принять решение (а во многих случаях и явно заинтересован в таком решении) о возвращении к статусу открытого акционерного общества. Около половины всех американских фирм, прибегнувших к подобному выкупу на протяжении 1979–1986 гг., вернулись к публичному размещению своих акций до августа 1990 г. (Kaplan, 1991).

Подобная цепь операций – Reverse Leverage Buy-Out – RLBO, предпо-

¹³ Более того, увеличение влияния менеджеров на принятие решений может сопровождаться сменой всей системы учета и отчетности в корпорации; новая система должна рельефней выделять увеличение доходов фирмы и тем самым привлекать больше внешних инвесторов. Одно из исследований в этой области выявило любопытный факт: у компаний, в которых менеджеры владеют большой (не менее 45%) долей всей акционерной собственности, обнаруживается гораздо более отчетливая корреляция между курсовыми доходами (по их акциям) и доходами, фигурирующими в бухгалтерской отчетности корпорации, чем у фирм, со сравнительно небольшой (до 5%) долей менеджеров во владении акциями. Если отчетные доходы компаний используются в качестве экзогенной переменной в уравнении регрессии, характеризующем курсовые доходы, то при переходе от второй группы корпораций к первой коэффициент регрессии при этой объясняющей переменной увеличивается в четыре с лишним раза (см. T.Warfield, J.Wild, K.Wild, 1995, p. 86).

лагает чрезвычайно сильные перепады в соотношении собственных и заемных средств компании. Для иллюстрации можно обратиться к исследованию, включившему 72 американских компании, которые сформировались в результате выкупа с помощью долгового финансирования и впоследствии вернули себе статус корпорации, публично размещающей свои акции. До осуществления выкупа финансовый рычаг (отношение общей суммы задолженности к собственному капиталу) у корпорации-цели составлял 78%, после LBO его уровень взлетел до 1415%, но уже через два года опустился до 376% и к моменту нового публичного размещения акций (Secondary Initial Public Offering, SIPO) не превышал 150% (Muscarella, Vetsuypens, 1990). Следовательно, новые формы реструктуризации отнюдь не предполагали отказа от использования традиционных институциональных структур рынка капиталов.

Интенсивная реструктуризация в процессе RLBO сопровождается существенными изменениями в системе акционерного контроля. Эти подвижки в «расстановке сил» внутри компании, собственно, и являются одной из основных задач, которые должны быть решены с помощью описанной последовательности преобразований. Выкуп имущества дает возможность высшему управленческому персоналу и другим инсайдерам на первом этапе реструктуризации скачкообразно увеличить свою долю в акционерном капитале и свое положение в образовавшейся закрытой компании. Вместе с тем большее влияние в ней приобретают и «активные» инвесторы, реально осуществлявшие мониторинг управленческих решений. На следующем этапе указанные фирмы вновь обретают статус открытых корпораций. Теперь они могут, прибегнув к публичному размещению дополнительной партии своих ценных бумаг (нередко по повышенному курсу) и использовав полученные средства для частичного погашения задолженности, существенно улучшить финансовое положение компании.

Выше уже упоминались некоторые эмпирические исследования RLBO (Muscarella, Vetsuypens 1990). Р.Холтхаузен и Д.Ларкер подробно изучали опыт 90 американских компаний, которые на протяжении 1985–1986 гг. прибегли к LBO, а в 1986–1987 гг. вернули себе статус открытого акционерного общества и публично разместили новые выпуски акций. Поскольку, в отличие от первого исследования, здесь рассматривались более краткосрочные изменения, то и колебания характеристик финансового рычага демонстрировали сравнительно меньший размах¹⁴. После дополнительной эмиссии (SIPO), разумеется, снизился и удельный вес инсайдеров в акционерном капитале фирмы: после LBO медианная доля инсайдеров составляла 82,4%, а после эмиссии она опустилась до 51,3%.

¹⁴ Медианное повышение задолженности фирмы к ее собственному капиталу после выпуска составляло 0,86, а после публичного размещения дополнительной эмиссии оно изменилось до 0,58.

Нетрудно видеть, что и после возвращения фирме статуса открытой корпорации эта доля продолжала оставаться чрезвычайно высокой. Это же относится и к доле менеджерского персонала (соответственно 21,4% и 14,3%): и после дополнительной эмиссии акций она значительно превышала медианную долю менеджеров в аналогичных компаниях, не прибегавших к LBO (Holthausen, Larker, 1996).

Конечным итогом описанной цепи операций, характеризующих RLBO, оказывается более серьезное бремя платежей по накопленной задолженности, которое как бы и «материализует» требования дисциплины, диктуемой финансовыми рынками. Иными словами, такая последовательность операций позволяет, что представляется особенно существенным, реализовать расширившиеся возможности влияния на стратегию фирмы со стороны управленческого персонала и «активных инвесторов».

Формы финансирования реструктуризации: низкокачественная задолженность. Обратной стороной нарастающей волны менеджерских и прочих выкупов неизбежно оказывалось быстрое разбухание низкокачественных («мусорных») облигаций¹⁵, junk bonds, размещавшихся и котировавшихся на финансовых рынках, и «промежуточной» задолженности, оказавшейся результатом прямого (частного) размещения соответствующих обязательств среди инвесторов. Чрезвычайно серьезные проблемы, обнаружившиеся в указанном секторе рынка ценных бумаг к концу 80-х гг., явственно определили экономические границы выкупа и реструктуризации, опиравшейся на долговое финансирование.

Рынок низкокачественных облигаций начал формироваться во второй половине 70-х гг., когда сравнительно небольшой – в то время – инвестиционный банк «Drexel, Burnham, Lambert» («DBL») подписался на тридцатилетний выпуск необеспеченных облигаций «Texas Instrumental». Частное размещение облигаций обычно наталкивается на многочисленные трудности (особенно сильная асимметрия информации, возможность повышенных рисков, отсутствие стандартов в формулировании облигационных контрактов и пр.). Однако «DBL» активно выступил не только в качестве маркетмейкера, но и в роли «последнего прибежища» («bank of last resort»), готового в любой момент поддержать позиции этих обязательств на рынке. К середине 80-х гг. «DBL» реализовал до половины всего размещения многомиллиардных новых займов на финансовых рынках.

Низкокачественные облигации выкупались на условиях, позволявших инвестиционному банку пересматривать процентные ставки с учетом изме-

¹⁵ Такие обязательства обычно являются долгосрочными (10–20 лет), причем по одной из наиболее распространенных разновидностей таких обязательств (deferred-interest bonds) на протяжении начального периода процентные доходы не выплачиваются, что предполагает особенно серьезное увеличение долговой нагрузки в последующий период.

нившейся рыночной обстановки и оценки рисков (extendable reset bonds), поддерживая при этом фиксированную цену облигаций. При наблюдавшихся в те годы сильных перепадах в темпах инфляции и неопределенности временной структуры процентных ставок подобные характеристики облигаций смогли удовлетворить даже столь требовательных инвесторов как страховые компании, взаимные фонды и даже частные пенсионные фонды. К концу 80-х гг. на них в общей сложности приходилось около трех четвертей всех низкокачественных облигаций, размещение которых опиралось на поддержку «DBL» и других инвестиционных банков.

Циклический подъем 80-х гг. характеризовался особенно интенсивным расширением эмиссии низкокачественных облигаций. Лишь за пять лет, с 1984 г. по 1989 г., общая сумма размещавшихся на первичных рынках низкокачественных облигаций превысила 1000 млрд долл. Вместе с тем по мере развертывания волны LBO и насыщения спроса рыночные позиции «мусорных» облигаций стали быстро ухудшаться. При сложившейся системе формирования процентных доходов (extendable reset interest rates) это находило выражение в более или менее неуклонном увеличении разрыва (market spread) между процентом, который должен платить заемщик, и доходностью ценных бумаг высшего инвестиционного класса.

Наряду с «мусорными» облигациями корпорации, осуществлявшие LBO, использовали также различные формы промежуточного финансирования (mezzanine financing). Для этого чаще всего использовались «субординированные» долговые обязательства, представлявшие собой облигации довольно низкого качества. Как правило, они не обеспечены каким-либо залогом, и в случае банкротства фирмы претензии по ним могут удовлетворяться после большинства кредиторов лишь из оставшейся конкурсной массы¹⁶.

Волна эмиссии низкокачественных обязательств, сопровождавшая быстрый рост числа LBO и MBO, конечно, способствовала нарастанию серьезной напряженности на рынках ценных бумаг, но все же не привела к реализации апокалиптических предсказаний некоторых аналитиков – к катастрофическому обвалу пирамиды «мусорных» облигаций и разрушительному финансовому кризису. Это объясняется, по-видимому, не только успе-

¹⁶ Другой вариант промежуточного финансирования связан с выпуском производных ценных бумаг – варрант, которые (через определенный срок) могут быть конвертированы в акции выкупаемой фирмы. Поскольку тем самым создаются определенные возможности для увеличения доли акций, сосредоточенных у аутсайдеров, инициаторы MBO часто стремятся возможно более жестко ограничить привлечение ресурсов путем продажи варрант.

хами реорганизации большинства компаний, прибегнувших к LBO¹⁷, но и функционированием ряда институциональных стабилизаторов, встроенных в современную систему американских финансовых рынков.

Тем не менее, начиная со второй половины 80-х гг. рынок «мусорных» облигаций стал обнаруживать все более заметные сбои, к концу 80-х гг. капитализация этого рынка сократилась в десять с лишним раз. Разрывы в купонных доходах между «мусорными» облигациями и ценными бумагами инвестиционного класса (речь идет о главной характеристике – уязвимости, непрочности рыночных позиций extendable reset bonds) достигли невиданных размеров – 700–900 базисных пунктов.

В среднем каждая третья фирма, завершившая реорганизацию на путях LBO, вынуждена была объявить дефолт по своим обязательствам (Kaplan, Stein, 1993). К концу 80-х гг. неплатежи и банкротства в большей мере дезорганизовали рынок низкокачественных обязательств. Напомним, что к 1970 г. банкротство «Penn Central» отозвалось в рекордной для того времени норме банкротства по недостаточно надежным обязательствам – 3,4%. В 1987 г. норма банкротства по низкокачественным обязательствам достигла 5,8%, а в 1990 г. и 1991 г. впервые в истории превысила 10%. Общая сумма обязательств фирм, объявивших дефолт по таким обязательствам на протяжении 1986–1991 гг., превысила 60 млрд долл. (расчеты по Altman, Bencivenga, 1995).

Дефолт гигантской промышленной фирмы «LTV» придал мощное ускорение процессам нарастания неплатежей; в результате к 1989 г. должна была объявить о банкротстве и компания «DBL», которая, как отмечалось выше, наиболее активно поддерживала размещение и рыночный оборот низкокачественных облигаций. Вместе с крушением маркет-мейкера и катастрофическим падением ликвидности ранее выпущенных обязательств резко сузились возможности финансирования новых LBO.

Потрясения рынка, разумеется, не означали ухода низкокачественных ценных бумаг в небытие. Подобные обязательства обнаружили немалую жизнеспособность, и опыт их эмиссии оказался востребованным во второй половине 90-х гг. Но на сей раз лишь 30% их эмиссии было связано с выкупом активов в ходе С и П (Holmstrom, Kaplan, 2001, p. 6).

Реструктуризация компаний: экономические последствия. По мере того как реструктуризация с помощью долгового финансирования получала широкое распространение, увеличивалось и число эмпирических исследо-

¹⁷ Вплоть до 1985–1986 гг. число банкротств по низкокачественным обязательствам не превышало «критического уровня»; серьезные проблемы начались лишь во второй половине 80-х гг.

ваний, ставивших своей целью изучение последствий такой реорганизации. В какой мере она сказывалась на эффективности хозяйственных операций выкупаемой фирмы?

Опыт перехода от открытой корпорации к закрытой фирме изучается в статье Г. де Анджело, Л. де Анджело и Э.Райса, включивших в свою выборку 72 случая реструктуризации капитала средними фирмами (медианная рыночная стоимость акционерного капитала корпораций, прибегнувших к LBO, немногим превышала 15 млн долл.) в 1973–1980 гг. В преобладающем большинстве случаев инициатива реструктуризации исходила от инсайдеров: медианная доля менеджеров в акционерном капитале всех рассматривавшихся фирм составляла 51%.

Переход к новой организационной форме – закрытой частной компании сопровождался статистически существенным, а подчас и весьма значительным по масштабам увеличением рыночной стоимости соответствующих фирм: на протяжении 40 дней со времени объявления такого перехода стоимость акционерного капитала увеличивалась в среднем на 30%. Средняя премия (по сравнению с рыночными курсами, зафиксированными за два месяца до объявления о переходе) составила 57% (De Angelo, De Angelo, Rice, 1984).

Л.Лоуэнстайн на примере крупных сделок (стоимость каждой составляла не менее 100 млн долл.) изучил опыт осуществления MBO в 1979–1984 гг. В его выборке оказались крупные корпорации, поэтому и доля менеджмента в акционерной собственности была, естественно, гораздо более низкой: медианная доля акций, принадлежавших до реструктуризации управленческому персоналу, составляла 3,8%.

Результаты MBO хорошо согласовывались с приведенными выше соображениями. Медианная премия, которую получили владельцы акций, выпущенных открытой корпорацией (по сравнению с рыночным курсом, установленным за месяц до объявления о начале торгов), составила 58%. В тех случаях, когда число туров в аукционных торгах составляло не менее трех, медианная премия достигала 76% (Lowenstein, 1985).

В некоторых случаях не получила подтверждения теоретическая гипотеза, согласно которой менеджеры, принимающие стратегические решения, склонны направлять избыточные капиталовложения в строительство «хозяйственных империй»: в случаях MBO эта тенденция, по-видимому, реализуется в значительно более ограниченных масштабах. С.Кэплан и Э.Смит в своих исследованиях показали, что после осуществления MBO менеджеры, укрепившие свои позиции в сфере акционерного контроля, склонны скорей

сокращать, а не увеличивать инвестиционные расходы своих фирм; эти расходы чаще всего оказываются меньше, чем у других компаний той же отрасли (см. Kaplan 1989; Smith, 1990).

К.Лен и А.Паулсен включили в свою выборку LBO, проведенные 92 корпорациями (1980–1984 гг.), причем фигурирующие в их исследовании компании значительно крупнее тех, которые рассматривались Г. де Анджело, Л. де Анджело и Э.Райсом. В 72 случаях, когда платежи осуществлялись немедленно с помощью прямого перевода денежных средств, средняя премия, получаемая продавцами акций (цены через 20 торговых дней после объявления торгов сравниваются с ценами, зафиксированными за 20 торговых дней до этого объявления) составила 41% – см. Lehn, Poulsen, 1988.

Большинство исследований последствий MBO фиксируют реорганизацию, направленную на сокращение «чрезмерных» расходов, осуществлявшихся прежней корпорацией; нередко менеджеры продавали убыточные подразделения фирмы и прибегали к значительному сокращению числа рабочих и служащих¹⁸.

Как отмечалось выше (исследования Kaplan, 1986; Smith, 1990), во многих случаях сокращались и капиталовложения фирмы; экономическая интерпретация таких изменений представляется несколько более сложной. Дело в том, что в ходе LBO (соответственно, MBO) имеет место перераспределение риска между собственниками фирмы и кредиторами; в связи с этим несколько ограничивается и доля средств, которыми руководители фирмы могут свободно распоряжаться. В подобных условиях предприниматели, осуществляющие реструктуризацию, могут стремиться к существенному ограничению наиболее рискованных инвестиционных проектов.

¹⁸ К аналогичным выводам приводят и результаты исследования частичных (divisional) MBO. При таком варианте выкупа продаваемая фирма может быть аффилирована с головной (родительской) компанией; последняя в ряде случаев сохраняет часть акций продаваемой фирмы. В одном из исследований рассматривался 151 случай частичных MBO: дополнительный курсовой доход по акциям, получаемый родительской компанией, обычно был невелик (при интервале в два дня до и после объявления о выкупе он составлял примерно 0,5%) – см. Hite, Vetsuypens, 1988.

Другое исследование, включавшее 45 случаев частичных MBO, обнаружило, что изменения курсов на протяжении аналогичного периода (рыночный курс акций через 2 дня после объявления выкупа сравнивался с курсом, зафиксированным за 2 дня до объявления) обеспечивал средний дополнительный доход в 2% (Muscarella, Vetsuypens, 1990). Таким образом, выкуп с помощью долгового финансирования в обоих исследованиях обнаруживал положительный эффект, и часть ожидаемых выгод (хотя и не столь внушительная, как в упоминавшихся выше случаях) доставалась собственникам родительской корпорации.

Вместе с тем необходимость крупных выплат, связанных с обслуживанием возросшей задолженности, побуждает к сокращению всевозможных представительских расходов и капитальных затрат, оказывающихся излишними с точки зрения «сфокусированных» хозяйственных операций компании.

К выводам о положительных последствиях реорганизации и о повышении рентабельности фирм, прибегавших к LBO, приходит также ряд других исследователей. Но согласуется ли волна банкротств, которая во второй половине 80-х гг. затронула почти треть фирм, прошедших LBO, с приведенными выводами о том, что реструктуризация обеспечивала существенное повышение эффективности?

Г.Андрэ и С.Кэплан, рассмотрев изменения в фирмах, осуществлявших LBO и вынужденных в конце концов объявить дефолт, приходят к следующему выводу: реорганизация действительно приводила к существенно повышению эффективности. Но, поскольку владельцы фирмы должны были уступать большую часть этих выгод прежним владельцам выкупленной компании, улучшения, достигавшиеся к концу 80-х гг., оказывались недостаточными для того, чтобы справиться с тяжелым бременем обязательств по обслуживанию принятой на себя задолженности – неизбежного спутника этого вида С и П (см. Andrade, Kaplan, 1998).

С.Кэплан и Дж. Стайн приводят любопытную группировку сделок по времени: в их выборке ни одна из 24 фирм, прибегнувших к LBO в 1980–1983 гг. не разорилась, тогда как около половины фирм, начавших реструктуризацию на путях LBO в 1986 г., и почти треть фирм, приступивших к LBO в 1987 г., впоследствии вынуждены были объявить о банкротстве (см. Kaplan, Stein, 1993).

Более того, даже если оставить в стороне соображения рентабельности и предположить, что главной целью реструктуризации была просто погоня за свободными потоками денежных ресурсов, то и в этом случае результаты эмпирических исследований могут согласоваться с указанной гипотезой лишь применительно к первой половине 80-х гг. (см. Blair, Scharj, 1992).

Таким образом, высокая рентабельность операций, связанных с реструктуризацией на путях LBO, и спекулятивный наплыв капитала во второй половине 80-х гг. вызывали весьма неблагоприятные изменения в финансовом положении тех корпораций, которые решили прибегнуть к выкупу с помощью долгового финансирования (см. Opler, 1993). Ведь те сектора экономики, в которые хлынула последующая волна массового выкупа, использовали довольно консервативные, плохо поддающиеся оперативной перестройке технологии, тогда как цены выкупаемых предприятий к этому време-

ни оказывались чрезвычайно высокими. Все это утяжеляло бремя последующих выплат по долговым обязательствам.

Еще одним косвенным свидетельством жизнеспособности «выживших» новых фирм, формировавшихся на базе LBO, может служить последующее успешное возвращение большинства из них в число открытых акционерных компаний. Об этом говорят, в частности результаты исследования последствий Reverse LBO в работах Mian, Rosenfeld, 1993 и Holthausen, Larker, 1996. В последней из упомянутых работ показано, что рентабельность компаний, прибегнувших к RLBO не только в том году, когда публично размещалась новая эмиссия, но и в предшествующем году, была существенно выше, чем у медианной компании соответствующей отрасли. Более того, у исследованных компаний, осуществлявших реструктуризацию на путях RLBO, это преимущество сохранялось на протяжении четырех лет после возвращения им статуса открытого акционерного общества (см. Holthausen, Larker, 1996, p. 296).

Среди факторов, объясняющих успех новых форм реструктуризации, немалую роль, по-видимому, играли и конкретные условия, сложившиеся в США к концу 70-х гг.

Экономический рост в США в 80-е гг. сопровождался интенсивной организационной перестройкой крупных корпораций. Выше отмечалось, что волна С и П в предшествующие годы привела к формированию большого числа нежизнеспособных «рыхлых» конгломератов. К концу 60-х гг. на конгломератные сделки приходилось от 1/2 до 2/3 всех С и П на американском рынке корпоративного контроля. Неудивительно, что в последующий период наметилась тенденция к «фокусировке» компаний и уменьшению их резервов; эта тенденция усиливалась все более острой необходимостью в мобилизации ликвидных ресурсов (см. Bhagat, Shleifer, Vishny, 1990). Исследования выявляют любопытную тенденцию – способность финансовых рынков к «обучению». На протяжении 60-х гг. все были уверены в том, что информация о предполагаемом конгломератном поглощении непременно вызовет благоприятную реакцию финансовых рынков и сможет обеспечить дополнительные курсовые доходы. В 80-х гг. рыночная реакция радикально изменилась: теперь такие объявления чаще всего вели к падению рыночного курса акций корпорации-покупателя (Matsusaka, 1993).

Крупные корпорации-конгломераты использовали различные методы

сокращения сферы своих хозяйственных операций – продажи, дивестиции и акционерные «отщепления»¹⁹. Располагая немалой информацией и обширным опытом ведения операций на финансовых рынках, инвестиционные банки, а также команды менеджеров смогли ускорить процессы перехода от хаотичных и расточительных конгломератов к более рационально организованным структурам. Вместе с тем и продававшиеся или «отщеплявшиеся» реальные активы направлялись в те сектора хозяйственной деятельности, где они могли использоваться более эффективно. Повышение рыночной стоимости акций у корпораций, прибегших к реорганизации, по-видимому, могло отражать результаты подобной реаллокации ресурсов.

В соответствии с оценками Г.Блэка и Дж. Грандфеста, оценивавших экономический эффект С и П в 80-х гг., дополнительный (abnormal) доход, который в 1981–1986 гг. получили фирмы-покупатели, воспользовавшиеся корпоративными дивестициями, составлял не менее 27,6 млрд долл. (Black, Grundfest, 1988). Финансовые рынки демонстрировали положительную реакцию в случае продаж: во многих случаях они обеспечивали дополнительный курсовой доход как по акциям корпорации-продавца, так и владельцам компании-покупателя (см. Jain, 1985; Copeland, Lemgruber, Mayers, 1987).

Акционерные «отщепления» также положительно оценивались рынком капитала: в одном из исследований, включавшем 76 случаев «отщепления», средний курсовой доход через пять дней после объявления о продаже части акций составил 1,8%.

В ходе анализа выявились любопытные мотивы многих (19 случаев) «отщеплений». Предлагавшиеся для «частичной» продажи подразделения относились к числу наиболее перспективных. Они демонстрировали более высокие темпы роста и большую рентабельность по сравнению с остальными подразделениями соответствующих фирм. Поэтому корпорация, отнюдь

¹⁹ Продажами обычно называют обособление соответствующего сегмента (подразделения) компании в качестве особого юридического лица, чаще всего дочерней (зависимой) корпорации. В отличие от продаж дивестиции обычно предполагают полное отчуждение материальных активов, обычно переуступаемых за деньги (или ценные бумаги) торговому партнеру – уже существующей фирме. Наконец, акционерное «отщепление» представляет собой промежуточную форму – «отщепляемое» подразделение становится открытой корпорацией и прибегает к публичному предложению своих акций на первичном рынке (split-off IPO); благодаря этому складываются условия для появления аутсайдеров в числе владельцев акций, выпущенных «отщепленной» компанией. Более подробную характеристику различных форм «сжатия» корпораций можно найти в: Рудык, Семенкова, 2000, гл. 24.

не стремившаяся, разумеется, полностью расстаться со столь привлекательным сегментом, выставляла на продажу сравнительно небольшую часть акций для привлечения финансовых ресурсов, необходимых для ускоренного роста «отщепляемого» подразделения (см. Schipper, Smith, 1986).

Другим фактором, облегчавшим интенсивную реорганизацию корпораций, стало ускорение инфляции. К концу 70-х гг. во многих экономически развитых странах темпы ежегодного роста потребительских цен – в процентах – впервые за послевоенные годы стали измеряться двузначными числами. Быстро нарастающая инфляция сказалась и на движении q -коэффициента Тобина: если в 1965 г. в США этот показатель достигал 1,3, то к началу 80-х гг. он упал до рекордно низкого уровня в 0,5. Иными словами, перехват акционерного контроля путем приобретения акций по их рыночному курсу позволял утвердить собственность на производственные мощности и другие реальные активы, уплатив при этом (в среднем, разумеется) лишь половину их восстановительной стоимости.

Наконец, нарастание волны С и П неизбежно привело к тому, что к началу 80-х гг. большинство корпораций ощущало себя возможными объектами («целями») поглощения. По некоторым оценкам (см. Mitchell, Mulherin, 1996), каждая вторая сколько-нибудь крупная американская корпорация на протяжении 80-х гг. получила предложение по поводу продажи (обмена) акций и последующего слияния или поглощения. Операции рейдеров вроде К.Айкана или Т.Б.Пиккенса наводили страх на руководство многих корпораций. В подобной ситуации проекты реструктуризации открытых корпораций и перехода к закрытым формам становились особенно привлекательными. Ведь это обеспечивало более надежную защиту от угрозы насильственного перехвата корпоративного контроля.

Слияние в рамках открытых корпораций – магистральный путь реорганизации: опыт 90-х гг. После серьезного кризиса в сфере С и П, разразившегося на рубеже 80-х – 90-х гг., и потрясений на рынке низкокачественных обязательств активность в этой сфере заметно снизилась. Однако интенсивный хозяйственный рост американской экономики на протяжении 90-х гг. вызвал к жизни новую волну С и П.

По своим масштабам эта волна превзошла предыдущую. Если судить по отношению общей суммы сделок, связанных с осуществлением С и П, к валовому внутреннему продукту США, то к концу 90-х гг. был достигнут невиданный ранее уровень (к 1999 г. – свыше 15%). Да и отношение общей суммы сделок к совокупной капитализации рынка акций превзошло рекордные показатели 70-х – 80-х гг.

Новая волна, по-видимому, качественно отличается от предыдущей. В

ходе С и П 80-х гг. преобладали операции, связанные с отказом от статуса корпораций, публично размещавших свои акции, и переходом к закрытым формам собственности. Однако и тогда многие из фирм, прибегавших к подобной реструктуризации, через некоторое время возвращали себе статус открытого акционерного общества, поскольку такой статус обеспечивал фирме явные преимущества (Rappaport, 1990). Эти преимущества обнаружались с особой очевидностью в 90-х гг., и в этот период как сливавшиеся между собой, так и «дробившиеся» компании чаще всего предпочитали сохранять статус открытых акционерных обществ. Совокупный капитал компаний, переходивших к закрытым формам предпринимательства в 90-х гг. не превышал 0,2–0,3% от общей капитализации рынка акций (к 1988 г. это отношение достигло рекордного уровня в 2,5%).

Среди источников финансирования С и П в 80-е гг. особенно интенсивно использовалось «долговое финансирование» и эмиссия низкокачественных обязательств. В 90-е гг. эти источники использовались в меньших масштабах. С 1993 г. можно проследить постепенное снижение отношения суммы низкокачественной задолженности («мусорных» облигаций) к совокупной капитализации рынка акций.

В период с 1990 г. до 1994 г. заметную роль стала играть чистая эмиссия акций, выпускаемых американскими финансовыми корпорациями. На протяжении второй половины 90-х гг. вновь наметилась тенденция к чистому выкупу акций, но ее размах оказался намного меньше, чем в 80-е гг.

Существенно изменилась и мотивация руководителей корпорации, принимающих решение относительно С и П. Чувствительность оплаты высших менеджеров к изменениям рыночной стоимости корпорации с 1980 г. по 1998 г. возросла в соответствии с расчетами Б.Холла и Дж. Либмана в десять (!) раз – см. Hall, Liebman, 2000 (примерно так же в ходе LBO, осуществлявшихся на протяжении 80-х гг., увеличивались показатели, характеризовавшие степень заинтересованности высшего управляющего фирмы – см. Kaplan, 1989). Поэтому применительно к С и П 90-х гг. вряд ли можно считать столь же обоснованным приводившийся выше аргумент о необходимости преодолеть незаинтересованность менеджмента в увеличении рыночной стоимости фирмы.

С помощью консалтинговых фирм некоторые крупнейшие корпорации внедряют в практику управления новые критерии оценки управленческих решений и иные (более тесно связанные с движением рыночной стоимости фирмы) методы оплаты; к их числу относится, например, система так называемой «добавленной хозяйственной стоимости» («Economic Value Added», EVA). Оценка первых результатов внедрения подобных систем может сви-

детельствовать о том, что корпорации, использующие эту систему, чаще, чем остальные фирмы, прибегают к реорганизациям, избавляющим ее от «избыточных» активов, и добиваются более высокой рентабельности (см., например, Biddle, Bowen, Wallace, 1999).

Наряду с этим существенно изменился и состав «действующих лиц», осуществляющих мониторинг стратегических действий менеджеров. В 1980 г. институциональным инвесторам принадлежало менее трети всех акций, а к концу 90-х гг. их доля превысила половину (Gomperts, Metrick, 2000). Если учесть к тому же акции, принадлежащие физическим лицам, но находящиеся на трастовом хранении (прежде всего в банках), их доля окажется еще большей. В связи с этим расширилась и сфера мониторинга, осуществляемого более профессиональными инвесторами.

В 90-х гг. получила дальнейшее развитие тенденция к специализации и/или «фокусированию» хозяйственной деятельности сильно диверсифицированных компаний; однако основная часть движения в указанном направлении уже была проделана в 80-е гг. Как и в предшествующих волнах С и П, реорганизация хозяйственной деятельности обеспечивала условия для новой аллокации ресурсов, но теперь эти операции чаще ориентировались на использование новых технологий, на совершенствование средств сбора, обработки и передачи информации, на преуспевание фирмы в условиях глобализации товарных и финансовых рынков.

Примечателен с этой точки зрения состав корпораций и набор отраслей, в которых осуществлялись наиболее крупные С и П 90-х гг.: это «АТТ» (вторая по величине за всю историю С и П сделка, около 19 млрд долл.; телекоммуникации), «Martin Marietta» и «Lockhead» (10 млрд долл.; космические аппараты, ракетно-авиационный бизнес), «Viacom» (8 млрд долл.; видеобизнес), «American Home Products» (9,5 млрд долл.; фармацевтическая промышленность). К этому можно было бы добавить радикальную реорганизацию «ИТТ» в 1996 г., которую аналитики прямо связывали с предложениями, предусматривавшими перестройку структуры корпоративного контроля, и другие примеры.

Экономическая теория показала, что преобладающая часть радикальных инноваций, принципиально новых научных и технических разработок вряд ли может появиться в недрах крупной корпорации – см., например, Holmstrom, 1989. В последнее десятилетие усилилась тенденция к «дроблению» и отделению некоторых подразделений крупных компаний в качестве самостоятельных исследовательских фирм, что способствовало дальнейшей интенсификации инновационных процессов.

Указанные изменения, а также тщательно выстроенная на протяжении

80-х гг. система защиты от поглощений существенно уменьшила стимулы, побуждающие к агрессивному захвату акционерного контроля, и возможности подобного захвата. Большинству слияний и «дроблений» предшествовали детальные переговоры корпорации-покупателя с советом директоров и менеджерами соответствующей компании; в случае неуспеха таких переговоров за ними редко следовало тендерное предложение, направляемое непосредственно владельцам акций.

Пик С и П 90-х гг. отделен от сегодняшнего дня не более чем двумя годами. Нам еще предстоит осознать новые черты и особенности новейших процессов реорганизации. Но уже сейчас можно заметить, что как и в предшествующих волнах, С и П сопровождалась интенсивными спекуляциями, усилившими потрясения на рынке акций на рубеже нового тысячелетия. Однако существенно меньшим (по сравнению со второй половиной 80-х гг.) оставался размах банкротств, столь наглядно выделявших неудачные попытки реструктуризации хозяйственной деятельности.

1.4. Слияния и поглощения как форма регулирования эффективности

С и П – инструмент рыночной дисциплины. Фондовый рынок, на котором осуществляется покупка крупных партий акций, с самого начала формировался как рынок корпоративного контроля. Так, в США на рубеже XIX и XX вв. рынок акций не столько обеспечивал финансирование крупных реальных капиталовложений, сколько предоставлял ресурсы для массивных слияний и поглощений. Впоследствии в развитых странах купля-продажа особо крупных пакетов акций и операции по захвату контроля переместились за пределы фондовых бирж, но об указанной закономерности вновь напомнили первые шаги в развитии финансовых рынков в переходных экономиках.

В следовавших друг за другом послевоенных волнах С и П проявилось существенное расширение возможностей реструктуризации структуры хозяйственных операций, осуществляемых отдельными корпорациями (а вместе с тем и соответствующих отраслевых структур). Такой вид рынков, как «рынок фирм», раньше активизировался обычно лишь в случаях банкротства компаний.

С конца XIX – начала XX столетий этот рынок оценивал все более широкий круг корпораций в качестве объектов купли-продажи. В последнее время в некоторых странах – прежде всего в США и Англии – это стало от-

носиться не только к преобладающей части компаний, но и к их отдельным подразделениям.

Более эффективной рекомбинации производственных ресурсов способствует также получивший особенно широкое развитие к концу 90-х гг. коммерческий оборот отдельных элементов ранее использовавшегося «производственного» оборудования: в США к 2000 г. на прямые покупки отдельных единиц «подержанного» реального капитала приходилось примерно 10% всех валовых инвестиций зарегистрированных (listed) компаний. Если сложить эту цифру с долей поглощений (эти данные не «перекрывают» друг друга)²⁰, выяснится, что более 2/5 (43,5%) всех вложений указанных компаний в 2000 г. предполагали не строительство новых производственных зданий и выпуск дополнительных капитальных благ, а более рациональное перераспределение этих ресурсов между компаниями. Указанные процессы могут служить одним из свидетельств той роли, которую играют рыночные методы регулирования эффективности, и возможностей такого регулирования в современной экономике.

В результате этого на смену рутинным структурам, предполагавшим привычное сочетание традиционно связанных направлений производства и сбыта в рамках единой компании, пришел интенсивный поиск новых операционных и финансовых синергий. В быстро расширявшейся сфере С и П могла реализоваться более активная координация между операциями, осуществляемыми на рынках реальных активов и на финансовых рынках. Такая координация находила особенно наглядное проявление в поглощениях с целью последующего «развода» действующих лиц (bust-up takeovers): приобретая ту или иную фирму (чаще всего конгломератного типа), корпорация-покупатель расчленяла ее на составные части и затем распродавала отдельные подразделения как самостоятельные производственно-хозяйственные единицы.

Тенденция к диверсификации, под знаком которой проходили С и П на протяжении 60-х гг., превратила большинство крупных американских компаний в конгломераты. Некоторое представление о масштабах указанного процесса могут дать статистические характеристики двухсот крупнейших корпораций обрабатывающей промышленности США, приведенные в *табл. 1*.

²⁰ Показательной представляется существенная корреляция между рядами этих показателей: для периода 1971–2000 гг. коэффициент корреляции между ними составлял 0,45% (Jovanovich, Rousseau, 2002).

Таблица 1

**Распределение 200 крупнейших промышленных корпораций
по степени диверсификации, 1960–1977 гг.**

Число продуктовых групп ²¹	Число компаний			
	1960 г.	1965 г.	1968 г.	1977 г.
Более 5	62	80	112	152
Более 10	7	14	32	62
Более 20	–	–	–	7
Более 30	–	–	–	1

Источник: Spruill, 1983.

В 1950 г. Конгресс одобрил поправку Селлера–Кифовера к статье 7 антитрестовского закона Клейтона. В соответствии с этой поправкой американские суды стали полагать, что и горизонтальные слияния, в которых одна фирма или обе компании являются рыночными лидерами, нарушают статью 7; многие варианты вертикальных слияний, особенно интеграция, предполагающая существенные ограничения независимости участников, осуждались аналогичным образом (см. Asch, 1970).

Поэтому и конгломератный характер слияний в американской экономике на протяжении 60-х – 70-х гг. чаще всего объясняли, апеллируя к жестким антитрестовским ограничениям, образовавшим барьер на пути горизонтальной или «стратегической» вертикальной интеграции²². Существенную роль в формировании гигантских конгломератов могли играть также стимулы к расширению внутреннего рынка капиталов – расширению, обеспечивавшему различные финансовые синергии.

Вместе с тем расширение внутреннего рынка капиталов вело к некоторому ослаблению рыночной дисциплины и порождало неэффективное перераспределение ресурсов. Дело в том, что руководство конгломератной компании обычно стремилось «справедливо» распределить капиталовложения между предприятиями, входящими в состав фирмы, причем особенно большие средства часто направлялись на поддержку {реконструкцию} предприятий, обладавших сравнительно меньшей конкурентоспособностью. Как

²¹ Заметим, что само определение «продуктовой группы» (product category) в приведенных расчетах включает чрезвычайно обширный круг хозяйственных операций – используются двузначные (two-digit) стандартные отраслевые классификации.

²² Сравнение практики реструктуризации показывает, что конгломератные С и П в эти годы были чрезвычайно распространены и в тех развитых странах, в которых не было столь жесткого антитрестовского законодательства – см. Comment, Jarrel, 1995.

только указанная тенденция стала достаточно отчетливой, она нашла отражение в соответствующей реакции финансового рынка. Результаты эконометрических исследований показывают: на протяжении 80-х – 90-х гг. экзогенно задаваемая диверсификация (расширение ассортимента продукции, выпускаемой соответствующей компанией) при прочих равных условиях регулярно приводила к пониженной рыночной стоимости указанной фирмы (см., например, Lamont, Polk, 2002).

В новых условиях, когда более гибкими и либеральными стали требования антитрестовского регулирования (реформы рейгановской администрации), все очевидней обнаруживалась нежизнеспособность ряда гигантских «хозяйственных империй» и конгломератов. Именно они, как свидетельствуют результаты расчетов (см., например, Berger, Ofek, 1996), чаще всего становились объектом новых С и П.

Тем самым выявлялась определенная внутренняя логика циклов в движении С и П. За недостаточно эффективным «объединительным» поглощением (поглощением, предполагавшим существенную диверсификацию хозяйственных операций) раньше или позже могло последовать «разъединительное» поглощение, направленное на разукрупнение конгломерата; последнее обычно сопровождалось дивестициями, «отщеплениями» и продажами²³. Последующая специализация, «фокусировка» хозяйственной деятельности обследованных компаний позволяла, как показали Дж. Коуз и Э.Оуфек, обеспечить переход к более эффективному ведению операций и, в среднем, через три года после осуществления дивестиций увеличить чистую прибыль корпорации (Kose, Ofek, 1995).

На рубеже 70-х – 80-х гг. процессы диверсификации явно замедлились. В соответствии с расчетами К.Монтгомери, в начале 90-х гг. типичная фирма, входившая в состав «Standard and Poors 500», включала подразделения, которые выпускали товары, образовавшие примерно столько же продуктовых групп, сколько насчитывалось в 1981 г. (Montgomery, 1994).

В новых условиях С и П все чаще использовались в качестве средства «деконгломерирования», фокусировки компании на сравнительно меньшем числе видов хозяйственной деятельности. Особенно частыми стали случаи продаж, дивестиций и «отщепления» отдельных подразделений. С 1975 г. по 1987 г. дивестиции составляли от 35% до 54% общего числа С и П.

Как отмечалось выше (см. раздел 1.3), начиная с 80-х гг. финансовые рынки стали обнаруживать негативную реакцию на конгломератные погло-

²³ Формы разукрупнения корпораций более подробно рассматривались в разделе 1.3.

щения. Для компании-покупателя разность в курсовых доходах (убытках), приносимых «фокусирующими» и «диверсифицирующими» поглощениями, на протяжении 70-х гг. составляла 1,3 процентных пункта, а в 80-х годах – 7,0 процентных пунктов (в пользу «недиверсифицирующих» поглощений) – см. Morck, Shleifer, Vishny, 1990.

Объектом поглощения чаще всего служит сравнительно менее эффективная компания. С этой гипотезой, по-видимому, согласуются и данные об отношении рыночной стоимости фирмы к восстановительной стоимости ее реального капитала: у компаний-покупателей значение q -коэффициента Тобина, как правило, значительно превышало значение соответствующего коэффициента у корпораций-целей (см. Andrade, Mitchell, Stafford, 2001, Hasbrouck, 1985).

Последними, наиболее суровыми и действенными санкциями для компании, которая хозяйствует неэффективно, оказываются поглощения или банкротство. Но многие поглощения, и прежде всего МВО, позволяли приступить к реорганизации поглощенной фирмы «на ходу», не приостанавливая полностью ее хозяйственной деятельности. Тем самым удавалось избежать продолжительных и весьма дорогостоящих процедур дефолта и банкротства.

На гребне волны С и П развился особый бизнес, предполагавший приобретение фирмы рейдером, ее реорганизацию и последующую продажу по более высокой цене. В исследовании К.Холдернесса и Д.Шиэна показано, как, казалось бы, чисто спекулятивные операции шести крупнейших рейдеров (С.Bludhorn, С.Icahn, I.Jacobs, С.Lindner, D.Murdock, V.Posner) неразрывно переплетались с реализацией требований, предъявляемых рынком: «санитарные» функции С и П обеспечивали рейдерам особенно высокие доходы (Holderness, Sheehan, 1985). Ряд исследований показывает: реструктурирование компаний после их приобретения рейдером может оказаться более радикальным и более последовательным, чем те преобразования, которые обычно обеспечивает мониторинг, ранее осуществлявшийся инвестором (см. Gorton, Kahl, 1999 Sec. 2С).

О благотворном влиянии С и П на эффективность приобретаемых и реорганизуемых предприятий свидетельствуют результаты многочисленных исследований. Так, Ф.Личтенберг, изучивший большую выборку (свыше 20 тыс. предприятий, принадлежащих 5700 американским корпорациям) и рассмотревший значительный период времени, прошедший после поглощения, приходит к выводу, что смена владельца, как правило, сопровождалась повышением хозяйственной эффективности, в том числе ростом совокупной

производительности факторов. Через семь лет после поглощения (слияния) корпорациям удавалось преодолеть в среднем 2/3 их прежнего отставания от среднеотраслевого уровня, однако лишь в редких случаях им удавалось сильно опередить остальные фирмы рассматриваемой отрасли (Lichtenberg, 1992).

Во многих случаях перехват контроля в корпорации сопровождался увольнением команды менеджеров, осуществлявших неэффективное руководство фирмой, и радикальной реорганизацией ее деятельности (Martin, McConnell, 1991; Shleifer, Summers, 1988; Jensen, 1984). «Негоризонтальные» слияния и поглощения при прочих равных условиях обнаруживали более благоприятный финансовый эффект, чем «горизонтальные» (Dimson, 1994).

К числу важнейших функций С и П можно отнести, как отмечалось выше, перераспределение производственных ресурсов в пользу более эффективных компаний. С этой гипотезой согласуется и следующее статистическое наблюдение: в последние десятилетия волнам поглощений предшествовало резкое увеличение различий в значениях q -коэффициента Тобина между компаниями (что могло обеспечивать возможности для увеличения совокупной эффективности с помощью рекомбинации реального капитала). Коэффициент корреляции между «отфильтрованными» (HP-filtered) масштабами поглощений (долей в совокупной капитализации рынка) и стандартным отклонением показателей q на протяжении последних ста с лишним лет составлял 0,64 (Jovanovich, Rousseau, 2002).

Примечательно и важнейшее исключение из указанного правила: взлет значений q не предшествовал буму конгломератных поглощений 60-х гг. Вместе с тем формирование гигантских «рыхлых» конгломератов послужило, по-видимому, одной из важнейших причин, вызвавших к жизни скачкообразное увеличение «разброса» дисперсии q со второй половины 70-х гг. прошлого столетия.

Национальные различия в формах регулирования. И все же С и П, по-видимому, не могут считаться ни универсальным, ни достаточно надежным средством осуществления рыночной дисциплины и регулирования эффективности. Начать с того, что регулярные операции, связанные с С и П, предполагают достаточно высокий, не часто встречающийся и сегодня уровень развития рынков корпоративного контроля. Ограничиваясь лишь самыми развитыми странами, следует отметить, что в Японии, Германии, Франции, Италии и некоторых других странах агрессивные поглощения если и встречаются, то играют несколько иную роль.

В тех странах, в которых слияния и поглощения достигают значительных размеров, они чаще всего используются не для перехвата корпоративного контроля, а, скорее, для того, чтобы использовать преимущества, обеспечиваемые объединением капиталов, и/или чтобы изъять из рыночного оборота акции некоторых компаний. Вместе с тем поглощения и в этих странах могут выступать в качестве рычага укрепления рыночной дисциплины. Так, в Германии за покупкой крупного пакета акций регулярно следовал рост числа увольнений среди высшего управленческого персонала (см., например, Franks, Mayer, 1998).

Заметим, что во многих странах континентальной Европы и Японии сами возможности агрессивных поглощений, по-видимому, значительно более ограничены. Ведь масштабы не только биржевой, но и внебиржевой торговли сравнительно невелики, акции многих фирм среднего размера (излюбленный объект поглощений) просто не поступают на рынок²⁴. Это, естественно, сдерживает развитие рынка корпоративного контроля.

Важную роль могут играть и особенности развития экономико-правовой инфраструктуры. Так, в Германии многочисленные законодательные ограничения распространяются главным образом на случай агрессивного перехвата контроля, тогда как во Франции сильнее ощущаются общие препятствия, ограничивающие переход акционерной собственности из рук в руки, – особенно если речь идет о приобретении французских компаний иностранными собственниками (подробный анализ различий правовых норм приведен в Charkham, 1995).

В Японии возможность объявления тендера на покупку акций была предусмотрена еще «Законом о ценных бумагах и биржах» 1971 г. С 1990 г. дерегулирование приблизило формы конкурентного тендера к англосаксонскому «образцу». Однако на протяжении пяти послевоенных десятилетий в Японии не было зафиксировано ни одного агрессивного поглощения (имеет место ряд «дружественных» слияний различных компаний, но общая доля слияний в Японии на протяжении 1988–1990 гг. была в 26 раз ниже, чем в США – см. Lichtenberg, Pushner, 1992)²⁵.

В связи с указанными различиями, на протяжении многих десятилетий

²⁴ По некоторым расчетам, число немецких фирм, у крупнейших владельцев которых прочно «осело» менее 25% всех акций, к началу 90-х гг. не превышало 38 (Vaums, 1994).

²⁵ Это не означает, разумеется, что в указанных странах рынок капитала вообще не оказывает дисциплинирующего воздействия на поведения корпораций. Достаточно упомянуть, например, влияние массового «сброса» акций на возможности привлечения дополнительных финансовых ресурсов соответствующими компаниями (а также реакцию акционеров на обнаруживающееся снижение стоимости фирмы). Кроме

принято было различать сами механизмы обеспечения рыночной дисциплины. В США и Англии особенно важную роль играют С и П. Так, в ходе этих операций значительная часть ресурсов меняет собственника, а затем рынок капитала обеспечивает приток новых капиталовложений. Это может обеспечивать сравнительно большую гибкость капиталовложений и более интенсивное перераспределение ресурсов между различными секторами.

В Японии, Германии и некоторых других развитых странах особую роль, в соответствии с указанной концепцией, играют «головные» банки. Они осуществляют активный мониторинг важнейших хозяйственных операций и следят за выполнением требований рыночной дисциплины. При этом сравнительно большая часть инвестиционных ресурсов оказывается сосредоточенной под контролем крупнейших банков, которые могут влиять на распределение указанных ресурсов и осуществлять активный контроль за их использованием.

Каждый из описанных типов регулирования имеет, по-видимому, определенные достоинства и ограничения. Ссылаясь на опыт 50-х – 70-х гг. (когда Япония и Германия демонстрировали высокие темпы экономического роста), многие авторы подчеркивали преимущества тех механизмов регулирования эффективности, которые опирались прежде всего на мониторинг, осуществляемый крупнейшими банками. В последнее время, однако, все чаще отмечается, что такая институциональная структура может обеспечивать чрезмерную защиту недостаточно эффективным компаниям, и, что представляется особенно существенным, она обладает несколько большей инерционностью и менее восприимчива к радикальным техническим и экономическим нововведениям. Вместе с тем больший упор стал делаться на распространение гибких рыночных механизмов и на последствия С и П – на реализуемые с их помощью дисциплинарные функции. Многие утверждения такого рода опираются на использование любопытных теоретических моделей и вполне согласуются с результатами эмпирических исследований (см., например, Morck, Nakamura, 1999).

Рассматриваемая проблема не ограничивается вопросом о большем или меньшем распространении С и П. Различие национальных хозяйственных структур – ориентирующихся на развитый рынок ценных бумаг (США) или на стоящую в центре экономики мощную банковскую систему (Германия, Япония) – восходит еще к известным работам А.Гершенкрона – см., например, Gershenkron, 1962. В последующих теоретических рассуждениях и мо-

того, в некоторых странах континентальной Европы (например, в Германии) в последнее время все чаще можно наблюдать агрессивные поглощения, «жертвой» которых обычно оказываются компании сравнительно меньших размеров.

делях различные способы финансирования – выпуск корпоративных облигаций или предоставление банковских кредитов – обычно представляются более или менее равнозначными по своим результатам. Иными словами, облигационная задолженность и банковские кредиты выступают в качестве более или менее совершенных субституттов.

Между тем природа и функции этих способов финансирования качественно различны, и в реальной жизни они во многих случаях оказываются не субститутами, а скорее компонентами, необходимо дополняющими друг друга. Оба вида задолженности естественно переплетаются между собой (разумеется, в разных пропорциях) и в американской, и в немецкой экономиках.

Более того, наличие развитых и конкурентных рынков ценных бумаг, по-видимому, может свидетельствовать о сравнительно большей «глубине» развития финансовых отношений, о существовании дополнительного измерения финансовой экономики. Характерно, что в странах, обладающих достаточно развитыми фондовыми рынками, отношение общей суммы частной задолженности к ВВП неизменно оказывается значительно выше, чем в остальных странах (см. La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997).

Расчеты показывают, что темпы долгосрочного развития фондового рынка обнаруживают существенную положительную корреляцию с индексами, характеризующими степень защиты прав акционерной собственности (см., например, Levine, Loyaza, Vescu, 2000). А сложившийся высококонкурентный рынок акций, в свою очередь, способствует ускорению экономического роста. Р.Морк, Б.Йонг, У. Ю продемонстрировали, что именно развитые рынки акций позволяют сформировать систему, лучше всего воплощающую в рыночных ценах многообразную (и специфическую для каждой корпорации) информацию, и, тем самым, по-видимому, могут обеспечить сравнительно более эффективную аллокацию ресурсов (Morck, Yeung, Yu, 2000).

Конец 90-х и начало 2000-х гг. знаменовались ускоренным развитием рынка ценных бумаг в странах континентальной Европы и Японии; существенно сблизились в последнее время и формы корпоративного законодательства. Все это создало условия для более широкого распространения С и П крупных фирм и в странах континентальной Европы. Достаточно напомнить, например, о тендерных предложениях немецкой компании «Mannesman» или итальянской компании «Telecom». По-видимому, можно полагать, что, по мере дальнейшего развития фондовых рынков в этих странах, часть упоминавшихся выше различий может постепенно отойти в прошлое.

Особенности перекупки предприятий и поглощений в постсоциалистических странах более подробно рассматриваются в последующих разделах. Заметим лишь, что до настоящего времени они, по-видимому, в меньшей степени отражают требования рыночной дисциплины. Опыт стран Западной Европы и Японии может свидетельствовать о том, что рынок корпоративного контроля может в полной мере осуществлять функции децентрализованного регулирования эффективности лишь в том случае, когда он опирается на развитую инфраструктуру рыночных отношений, в частности, на четко определенные права собственности, действенный инфорсмент контрактных прав и прав собственности и эффективные процедуры банкротства.

С и П и спекулятивные процессы на фондовом рынке. При всех отмеченных выше «достоинствах» функционирование механизмов С и П в странах, характеризующихся высоким уровнем развития фондовых рынков, неизменно сопряжено с чрезвычайно высокими издержками.

В финансовых расчетах, лежащих в основе С и П, фигурируют рыночные курсы акций, которые, в соответствии с наиболее распространенными теоретическими представлениями, воплощают всю доступную информацию о состоянии соответствующих компаний. Однако с начала 80-х гг. ряд экономистов (см., например, Shiller, 1981; 1984) обращал внимание на то, что рыночные спекуляции, периодическое раздувание рыночных «пузырей» и последующие стремительные падения цен явно превосходят по своим масштабам расчетные колебания чистой приведенной стоимости (net present value) соответствующих фирм.

И даже последовательные сторонники гипотезы, предполагавшей информационную эффективность финансовых рынков (например, Fama, 1991), отметили: используя данные о доходах по акциям, получаемых на протяжении предшествующего периода, можно предсказывать последующее движение этих доходов. Последующие исследования (Jegadeesh, Titman, 1993) продемонстрировали наличие «инерции» в движении курсов акций, «инерции», столь характерной для массового распространения спекулятивных сделок. Нарастание волны С и П придает избыточным реакциям рынка еще большие масштабы. Все это расширяет возможности спекулятивных сделок в сфере С и П, а вместе с тем уменьшает надежность финансовых расчетов на длительный срок, основанных на прошлых и текущих рыночных курсах, – расчетов, предусматривающих перестройку производства и достаточно радикальное реструктурирование хозяйственных операций.

К тому же сам перехват акционерного контроля отнюдь не всегда ока-

зывается средством пресечения неэкономного хозяйствования. Ведь в качестве инициаторов С и П чаще всего выступают руководители фирмы-покупателя; высшие менеджеры, решившие приобрести компанию, могут при этом стремиться отнюдь не к максимизации стоимости фирмы, а к увеличению своих частных выгод или, скажем, к престижному расширению «хозяйственной империи»²⁶. Достаточно сослаться на последствия спекуляций, порожденных каждой волной С и П.

К числу основных результатов С и П, проведенных в 60-х – первой половине 70-х гг., стало появление большого числа «рыхлых» конгломератов. Расчеты свидетельствуют: расширение сферы хозяйственной деятельности становилось результатом С и П гораздо чаще, чем значительное повышение рыночной стоимости корпорации-покупателя. О недостаточной жизнеспособности таких конгломератов могли свидетельствовать и последующие банкротства многих «раздувшихся» компаний, и превращение таких фирм в объект новых С и П.

С этой точки зрения представляет интерес исследование М.Митчелла и К.Лена; оно показывает, что фирмы, осуществлявшие неудачные слияния, чаще других сами становились целью для дальнейших С и П. При этом одна из главных целей поглощения обычно состояла в том, чтобы избавиться не только от неудачно приобретенных активов, но и от руководителей компании, осуществлявших в предшествующий период подобную стратегию (Mitchell, Lehn, 1990).

Теоретические модели поглощений (см., например, Grossman, Hart, 1980; Shleifer, Vishny, 1986) позволяют сформулировать следующий вывод: чем менее эффективной оказывается компания-цель и чем более вероятным представляется реструктуризация ее деятельности в ближайшем будущем, тем, при прочих равных условиях, выше после первого тендерного предложения окажутся рыночные котировки акций этой компании (при явно сохраняющемся неблагоприятном ее финансовом положении)²⁷. Вообще же процесс нарастания рыночной волны поглощений неизбежно сопровождается

²⁶ Такое стремление к формированию обширных хозяйственных империй может породить «самоусиливающиеся» (self-reinforcing) процессы: «чем настойчивей управленческий персонал преследует указанную цель, тем ясней менеджеры остальных фирм сознают, что должны следовать этому примеру. Таким образом, не происходит вытеснения аномального поведения управляющих благодаря операциям, которые направлены на максимизацию благосостояния акционеров; скорее, напротив, так называемое «девиантное» поведение вытесняет противоположные действия» (Marris, Mueller, 1980, p. 42).

²⁷ Одно из обследований показывает: большинство поглощаемых компаний в годы,

ется интенсивной спекулятивной активностью, существенно искажающей структуру цен и увеличивающей бремя обслуживания долговых обязательств. В подобной обстановке цены акций все в меньшей степени отражают фундаментальные характеристики компании.

Выше (см. раздел 1.3) уже отмечались результаты исследований С.Кэплана, Дж. Стайна и некоторых других авторов, продемонстрировавших, что спекулятивное взвинчивание цен на акции компании-цели в конечном счете приводило к тому, что американские фирмы, прибегавшие к реструктуризации на путях LBO во второй половине 80-х гг., смогли добиться значительного повышения эффективности. Но это все же не убергло каждую вторую или третью компанию, использовавшую в это время LBO, от банкротства.

Иначе говоря, спекулятивное взвинчивание цен на акции компаний, выступающих в качестве объекта поглощений, может привести к банкротству даже тех покупателей, которые смогли (или могли бы) использовать данное поглощение для повышения хозяйственной эффективности. Это может служить еще одним косвенным свидетельством того, что С и П могут оказаться весьма дорогостоящим, если не сказать расточительным, методом рыночного регулирования эффективности. Подчеркнем: опасности подобной «искажающей реструктуризации» особенно велики в экономике, характеризующейся непрозрачностью отношений собственности, широким распространением «теневых» операций и, что представляется особенно существенным, недостаточным развитием рыночной конкуренции.

Вместе с тем компании, нарушающие требования рыночной дисциплины, могут прибегнуть к обширному арсеналу мер защиты от С и П. К средствам подобной защиты относятся «отравленные пилюли»²⁸, «отравленные» опционы (на продажу), рекапитализация, опирающаяся на заемные средства (LCO), «золотые парашюты», угроза встречной покупки акций (greenmailing) и т.п.; подробный обзор указанных методов приведен в Weston, Chung, Hoag, 1990, Chapter 20.

Эмпирические исследования могут свидетельствовать о том, что подобные оборонительные меры существенно ограничивали возможности успешных поглощений (Walkling, 1985; Pound, 1988). Вместе с усилением аг-

непосредственно предшествовавшие тендеру, сталкивались с довольно крупными убытками; это неизбежно отражалось и на движении рыночных курсов акций в указанный период (см. Asquith, 1983).

²⁸ К началу 90-х гг. свыше 700 крупных корпораций США использовали «отравленные пилюли» (Roe, 1993), в том числе более половины компаний, входивших в список «Standard and Poors 500» (Danielson, Karpoff, Marr, 1995).

рессивного напора рейдеров расширялось и разнообразие приемов защиты. Результаты обследований показали: спектр «оборонительных» мероприятий оказывался особенно широким в тех случаях, когда менеджеры не владели значительным количеством акций своей корпорации и не были обеспечены «золотыми парашютами» (Walkling, Long, 1984).

Не пытаясь описать более подробно методы защиты от «недружественных» поглощений и оценить степень их эффективности, отметим лишь один момент: как само функционирование подобных механизмов защиты, так и, особенно, способы их преодоления требуют огромных дополнительных ресурсов. Все это еще более увеличивает стоимость «акционерных войн» и удорожает стоимость рыночного регулирования, осуществляемого в ходе С и П.

Вплоть до 80-х гг. к числу наиболее надежных средств защиты от агрессивных поглощений обычно относили сами размеры капитала, используемого крупнейшими корпорациями. Так, в уравнениях множественной регрессии, показывавших, насколько вероятным можно считать поглощение той или иной фирмы, коэффициент при размерах фирмы обычно оказывался отрицательным и статистически существенным (см., например, Paleru, 1986; Dietrich, Sorensen, 1984). Иными словами, крупные корпорации могли ощущать себя в большей степени защищенными от угрозы С и П. Действие этого механизма оказывалось избирательным: до определенного момента С и П как бы обходили корпорации, занимавшие высшие строки в списке 500 крупнейших американских компаний.

На протяжении последних десятилетий в американской экономике значительное распространение получила техника «двухуровневых» (two-tier) тендерных предложений (см. Comment, Jarrel, 1987). Именно такая стратегия позволила бросить вызов даже чрезвычайно крупным фирмам, сделав объектом поглощения, например, огромную американскую нефтяную компанию «Сопосо» или металлургическую компанию «Marathon».

И все же до настоящего времени гигантский капитал, используемый, например, такими американскими корпорациями, как «USX», «General Motors» или «General Electric», может считаться важнейшим барьером, препятствующим осуществлению проектов агрессивного поглощения (и последующей реструктуризации) указанных компаний.

1.5. Государственное регулирование процессов хозяйственной интеграции

В вопросе о слияниях сходятся несколько различных направлений государственной активности. Выделим лишь некоторые из них:

- Соответствие С и П промышленной политике и общей стратегии реорганизации отношений в рамках соответствующих секторов и отраслей;
- Поддержание активного функционирования конкурентных механизмов в экономике;
- Обеспечение прозрачности операций, осуществляемых на рынке корпоративного контроля;
- Защита прав акционеров, в том числе миноритарных акционеров;
- Регулирование социальных конфликтов, порождаемых С и П.

Горизонтальная интеграция хозяйственных операций с конца девятнадцатого – начала двадцатого столетий стала объектом активного регулирования, направленного на сохранение условий функционирования конкурентных механизмов. Так, в США статья 7 закона Клейтона, принятого в 1914 г., предоставляет Федеральной торговой комиссии (ФТК) право налагать запрет на приобретение какой-либо частной корпорацией акций другой компании в тех случаях, когда это может оказать неблагоприятный эффект на процессы конкуренции.

В последующий период (1950 г.) была принята специальная поправка к указанной статье, в соответствии с которой ФТК может запрещать не только покупку акций, но и приобретение реальных активов в тех случаях, когда такие действия могут иметь своим последствием ограничение конкуренции. Статья 7 упоминавшегося выше закона Клейтона в сочетании со статьей 2 закона Шермана (1890 г.) чаще всего использовались министерством юстиции США для запрещения тех слияний, которые могли бы привести к появлению компании, «доминирующей» в рамках всей отрасли.

В настоящее время документы относительно предполагаемых С или П компании – инициаторы должны направлять в ФТК и министерство юстиции США. В соответствии с законом Харта–Скотта–Родино (1976 г.) установлен тридцатидневный период, на протяжении которого указанные инстанции рассматривают полученную заявку (в случае необходимости ФТК или министерство юстиции могут продлить указанный срок еще на 15 дней)²⁹.

²⁹ Описанная процедура утверждения обычно распространяется на случаи приобретения пакета, включающего не менее 15% всех голосующих акций корпорации (или

Исследования, проведенные на протяжении последних десятилетий, свидетельствуют о том, что не только формальные запреты, но и согласие на проведение последующего слияния после того, как удовлетворен ряд сформулированных условий, могут оказывать существенное влияние на реструктуризацию соответствующих компаний. Так, влияние антитрестовского регулирования оказалось одним из важнейших факторов, побудивших американскую корпорацию AT&T осуществить чрезвычайно крупные дивестиции (см. Chen, Merville, 1986).

Другое направление государственной активности связано с общим регулированием рынка ценных бумаг. Так, в США в 1986 году по инициативе сенатора Г. Уильямса был принят ряд поправок к закону о фондовой бирже (1934 г.), направленных на защиту миноритарных акционеров поглощаемой фирмы. В соответствии с этими поправками вся информация относительно предполагаемой покупки акций должна быть более доступной акционерам корпорации-цели; должен устанавливаться также некоторый минимальный период, на протяжении которого тендерное предложение носит публичный характер.

В 1972 г. одна из поправок Уильямса была уточнена: все компании (или физические лица), которые приобрели не менее 5% акционерного капитала, должны заполнить особую форму, направляемую в Комиссию по ценным бумагам. Вместе с тем корпорация-покупатель, приобретающая не менее 5% акций, подает публичное тендерное предложение (*tender offer statement*), в котором должна сообщаться информация о намерениях этой компании; кроме того оно должно содержать четкую характеристику предполагаемых соглашений между покупателем и компанией-целью. Копии этих документов должны быть вручены компании-цели, а также всем участникам конкурентных торгов. Особая статья (14e-3) предусматривает достаточно жесткие санкции за ограничения такой информации при проведении тендера.

Наряду с федеральным законодательством немалую роль в регулировании С и П в США играет законодательство штатов. Так, поскольку в силу ряда причин большинство крупных американских корпораций зарегистрировано в штате Делавар, юридические разбирательства по поводу С и П осуществляются судебными инстанциями данного штата. Принимаемые штатами ограничения С и П в последнее время стали предметом активной теоретической дискуссии. Некоторые авторы (см., например, Bebchuk, Ferrel, 1999) полагают, что активное соперничество между штатами за привлече-

такой же доли ее реальных активов). Более подробный анализ содержания антитрестовских законов содержится в ряде специальных работ – см., например, Neale, 1966; Cohler, 1987.

ние регистрирующихся новых корпораций, а также старых компаний, осуществляющих перерегистрацию, может порождать неоптимальные процедуры регулирования С и П.

Интеграционные процессы в Западной Европе сопровождались «гармонизацией» корпоративного законодательства, в том числе законов, регулирующих С и П. Еще в конце 80-х гг. Сообщество разработало «Указания относительно предполагаемых слияний» («Directive on takeover bids»), оговаривающие ряд мер по защите прав миноритарных владельцев компании-цели. В них также оговаривается минимальный период, на протяжении которого тендерное предложение должно сохранять публичный характер, особо оговариваются меры, обеспечивающие прозрачность отношений между покупателем и компанией, продающей часть своих акций и т.п.

Ограничивая процессы интеграции в тех случаях, когда они могут привести к ослаблению конкурентных сил, регулирующие органы США и стран Западной Европы стремятся к тому, чтобы уже на ранних стадиях переговоров убедить участников намечающегося поглощения отказаться от своих планов, не доводя дело до последующего формального запрета. Так, в Германии с 1974 г. по 1985 г. Немецкое федеральное управление по картелизации смогло провести решения о запрете 26 слияний, тогда как в результате неформальных переговоров с участниками удалось добиться «добровольного» отказа от 113 проектов слияний (см. Monopolkommission, 1986).

В Германии, а также в некоторых других странах континентальной Европы на протяжении 90-х гг. неоднократно предпринимались попытки ослабить те ограничения, которые исключают или сильно затрудняют агрессивные поглощения. Так, законом 1998 г. («KonTraG») немецким открытым акционерным компаниям запрещено устанавливать предельное количество голосов, которыми может обладать один акционер.

В соответствии с функциями регулирования С и П в нем обычно участвуют по крайней мере четыре группы государственных учреждений:

1. Органы антимонополистического регулирования;
2. Ведомства, которые осуществляют общее хозяйственное регулирование³⁰;
3. Организации, ведающие регулированием рынка ценных бумаг;
4. Юридические инстанции – министерство юстиции и различные звенья судебной-арбитражной системы.

³⁰ Так, в Германии решения, принимаемые Управлением по картелизации, могут затем востребоваться для рассмотрения и принятия решения министерством экономики.

Следует подчеркнуть важную роль, которую в таком регулировании может играть судебная система: любая из операций, связанных с осуществлением С и П, может послужить поводом для возбуждения судебного иска. Так, поправки Уильямса существенно расширили возможности возбуждения исков по поводу нарушения прав (миноритарных) акционеров. В качестве истца могут выступать (и нередко выступают) и регулирующие органы. В США некоторые процессы такого рода были доведены до Верховного Суда. Квалифицированные решения, принимаемые судебными инстанциями, и, что представляется особенно существенным, оперативная и действенная реализация этих решений, по-видимому, относятся к числу ключевых условий, которые необходимы для эффективного регулирования С и П, а также других процессов, протекающих на рынке корпоративного контроля.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- главная проблема реструктуризации российских компаний в том, что при ее проведении идет передел теневого бизнеса, когда доверять партнерам невозможно;
- в большинстве случаев реструктуризация российских компаний преследует не экономические, а политические цели, и производится не для оптимизации деятельности компании, а для увода из нее денежных потоков;
- современная реструктуризация является лишь продолжением приватизации и последующего перераспределения собственности³¹.

³¹ См. материалы конференций ИД «Коммерсант»: Коммерсантъ, 2000, 2001.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Необходимо указать еще одну классификацию, используемую в литературе³³:

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

Объективность таких различий связана с элементарным заимствованием англо-американских терминов, которые не имеют однозначного толкования³⁴. Немало различий имеется и в национальной деловой практике. Отсутствие терминологического единства связано, безусловно, и с особенностями национального законодательства (см. Кулагин, 1997, с. 131–138).

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

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

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

³³ Подробное описание см.: Рудык, Семенкова, 2000.

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

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

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

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

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

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

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

Для данного исследования более целесообразно, видимо, исходить из

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Первая группа особенностей связана с различиями в причинах данных процессов.

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

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

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

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

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

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

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

ным конкурентом часто воспринимается как проигрыш конкуренту;

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

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

Четвертая группа особенностей касается наиболее типичных форм слияний и поглощений:

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

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

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

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

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

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

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

2.3. Особенности российской техники враждебных поглощений и методов защиты

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

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

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

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

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

- агрессивная либо «согласованная» скупка различных по раз-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- владение акциями крупнейших промышленных АО для создания имиджа серьезного инвестора³⁷.

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

При рассмотрении особенностей техники поглощений в России необходимо указать весьма важную проблему, связанную с альтернативными источниками финансирования российских предприятий³⁸. По сути, имеет место прямая связь между наиболее активно применяемыми приемами погло-

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- существенная активизация этих процессов в тех отраслях, где

поглощения не требуют значительной концентрации финансовых ресурсов;

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

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

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

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

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

2.5.1. Предпосылки консолидации и реорганизации

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.5.2. Общая тенденция к интегрированным структурам и стратегия поглощений

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

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

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

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

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

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

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

Процесс вертикальной консолидации (нефть, газ, химия, металлургия) обеспечивает концентрацию добывающих и перерабатывающих производств⁴⁰. Он наиболее характерен для отраслей со значительным числом технологических переделов и позволяет максимизировать совокупный доход группы за счет контроля над всей цепочкой, производящей добавленную стоимость (в том числе с учетом специфики «оптимизации» налогов и финансовых потоков в рамках группы).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Помимо утраты политических связей, начавшейся волны компромата

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

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

Пример 1. Автомобилестроение.

Логика действий ИПГ «Сибал» 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.

Пример 2. Химия.

Группа «МДМ» при поглощении, например, АО «Невиномысский азот» (Ставропольский край)⁴² 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

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

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

государства. Реализация этой схемы сопровождалась дополнительными мерами: дискредитация в прессе действующего генерального директора⁴³ и его арест налоговой полицией, проведение внеочередного собрания «на территории» группы в Мурманской области, недопуск милицией на собрание «посторонних» акционеров (частных и представляющих государство) в связи с «нарушением паспортного контроля».

Пример 3. Торговля.

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

Пример 4. Металлургия.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

В этой связи интересным примером может быть ситуация с Заволжским моторным заводом (ЗМЗ), основным поставщиком двигателей для ГАЗа. По оценкам, около 65% акций ЗМЗ принадлежит аффилированным структурам «Северстали». ГАЗ, входящий в группу «Сибал», может рассчитывать на пакет около 9,4% акций. Обе группы – «Сибал» и «Северсталь» (последняя, видимо, формально, уже будучи реальным владельцем) – получили разрешения МАП РФ на приобретение контрольного пакета акций ЗМЗ. Очевиден интерес «Сибала», создающего автомобильный холдинг и заинтересованного в избавлении от необходимости согласовывать цены на двигатели с конкурентами. В то же время «Северсталь» имеет свои интересы в автомобилестроении (Ульяновский автозавод) и не намерена расставаться с активами. Рынок необходимого количества акций предложить не может, и единственным легальным способом консолидации для ГАЗа являются иски о признании ряда имевших ранее место сделок ничтожными⁴⁶.

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

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

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

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

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

2.5.3. Консолидация и реорганизация

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Одновременно происходит реорганизация группы «Сибал», которая (после перевода алюминиевых активов в «Русский алюминий») с 2000 г. зарегистрирована как инвестиционно-промышленная группа и сосредоточилась на поглощении автомобилестроительных, машиностроительных и угольных компаний. Субхолдинг АО «Руспромавто» контролирует ГАЗ и 4 автобусных завода. В 2001 г. группа получила контроль в ОАО «Брянский арсенал» (60% рынка автогрейдеров, 30% рынка асфальтоукладчиков и полуприцепов-трейлеров), приобрела контрольный пакет акций АО «УралАЗ», включив в сферу своих интересов производство большегрузных автомобилей⁴⁸.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Тем не менее возникает еще один вопрос, требующий самостоятельного исследования, – насколько текущая реорганизация крупного российского бизнеса будет отвечать задачам достижения им международной конкурентоспособности. По мнению руководителя группы «Объединенные машиностроительные заводы» К.Бендукидзе, слияния и поглощения являются обеспечением процесса глобализации деятельности промышленных компаний в России, по аналогии с ситуацией в мировой экономике 70-х гг. В то же время действует и обратный процесс – «упрощение» компаний, реструктуризация, направленная на повышение управляемости крупными конгломератами⁴⁹.

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

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

В основе институциональных проблем реорганизации РАО «ЕЭС России» (более узко – противоречий между менеджментом и рядом мелких акционеров) лежит объективно сформировавшаяся еще в середине 1990-х гг. структура собственности. Как известно, в число акционеров входят: государство как владелец контрольного пакета акций (долгосрочные стратегические интересы с сильным социальным фактором, но вместе с тем осознание необходимости радикальной технико-технологической реконструкции); миноритарные акционеры (краткосрочные интересы, связанные с динамикой курса акций); акционеры – представители трудового коллектива (специфические интересы сохранения рабочих мест и заработной платы). Конфликты, связанные с последней группой, имеют самостоятельное значение⁵⁰, но

⁴⁹ Выступление на конференции – см. (Коммерсант, 2000).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Законодательство о слияниях и поглощениях: существующее состояние и предложения по совершенствованию

3.1. Общий подход

Как уже отмечалось выше, вопрос 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 ГК РФ, сосредоточено (в значительной мере формально) прежде всего на анти-монопольных аспектах (экономическая концентрация) и отдельных вопросах прозрачности и защиты прав акционеров, которые будут рассмотрены в отдельных разделах. Проблемы соответствия требований 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, известны на практике, однако специальное регулирование (как, например, в ряде директив ЕС) отсутствует.

Термин «реорганизация», используемый в Гражданском кодексе РФ (ст. 57), относится лишь к правовым аспектам деятельности предприятий в части регламентации возможных промежуточных трансформаций юридических лиц в диапазоне между созданием и ликвидацией (но в содержательном плане включая последние, ибо реорганизация есть также способ как прекращения, так и возникновения новых юридических лиц). Законодательно установленные формы реорганизации ограничены следующим перечнем: слияние, присоединение, разделение, выделение, преобразование. При этом в законодательстве отсутствует какое-либо определение собственно реорганизации.

Следует также заметить, что установленные в Гражданском кодексе РФ формы реорганизации юридического лица не отражают всего многообразия

экономических форм реструктуризации (см. п. 2.1). 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. Очевидно также, что такой пересмотр возможен лишь как комплексное решение – с принятием специального федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций», а также федеральных законов, вносящих поправки и изменения в Гражданский кодекс Российской Федерации», в Федеральные законы «Об акционерных обществах», «Об обществах с ограниченной ответственностью» и ряд других.

Идеология соответствующих законопроектов⁵² предполагает, что действующее законодательство не только препятствует реорганизации, но и в силу своего несовершенства, неясности и противоречивости ведет к тому, что любая реорганизация, проводимая в настоящее время, несет в себе высокий риск признания ее незаконной. Проект Федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций», с точки зрения разработчиков, направлен на достижение двух основных задач – прозрачности и дешевизны процесса, а также баланса интересов собственников и кредиторов. Необходимы, прежде всего, изменения по следующим направлениям:

1) Расширение форм реорганизации. Определения, данные в Гражданском кодексе каждой из предусмотренных им форм реорганизации, исключают из сферы регулирования реорганизации такие распространенные (за рубежом) экономические операции, как выделение из одного юридического лица активов и пассивов с их передачей другому, уже существующему юридическому лицу или разделение одного юридического лица путем передачи всех его активов и пассивов другим (двум или более) уже существующим юридическим лицам. Необходимо ввести для коммерческих организаций (кроме унитарных предприятий) возможность использования двух дополнительных форм реорганизации – разделения путем приобретения и выделения путем приобретения (при этом обычные разделение и выделение именуется разделением и выделением путем создания новых организаций).

⁵² Подробно см. (Законопроекты, 2001) – проекты соответствующих законов и рабочих материалов, подготовленные сотрудниками и экспертами Министерства экономического развития и торговли РФ в конце 2001 г. (в том числе официальный сайт Минэкономразвития РФ). Авторы настоящего исследования участвовали в обсуждении данных проектов в рамках Рабочей группы по корпоративному управлению Государственной Думы РФ.

2) Необходимо обеспечение возможности комбинирования всех предусмотренных формы реорганизации, за исключением специально оговоренных случаев.

3) Обеспечение возможности участия в реорганизации коммерческих организаций различных организационно-правовых форм. Специальные законы о коммерческих организациях (Федеральные законы «Об акционерных обществах», «Об обществах с ограниченной ответственностью», «О производственных кооперативах») регулируют только реорганизацию соответствующей организационно-правовой формы. Соответственно, сохраняется неясность в отношении того, как в реорганизации могут участвовать организации разных организационно-правовых форм (может ли, к примеру, акционерное общество слиться с производственным кооперативом или быть разделено на общество с ограниченной ответственностью и производственный кооператив).

Согласно новой редакции (2001 г.) Закона «Об акционерных обществах», АО может быть преобразовано как в ООО и производственный кооператив, так и в некоммерческое партнерство (при единогласном решении акционеров). Эта новация важна в связи с объективным процессом трансформации принудительно созданных в ходе массовой приватизации ОАО в иные организационно-правовые формы, более приемлемые для конкретных предприятий с точки зрения их размера, отраслевой специфики, функций и т.д. В перспективе необходима более развернутая правовая регламентация возможных изменений с учетом защиты интересов всех субъектов корпоративных отношений.

4) Обеспечение защиты интересов участников реорганизуемых коммерческих организаций (в первую очередь акционерных обществ). В проекте Федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций» должны быть установлены требования к информации, предоставляемой участникам коммерческих организаций для принятия ими решения о реорганизации, а также к порядку ее предоставления. С учетом того факта, что значительная часть участников реорганизуемых юридических лиц не искушена в вопросах, требующих ответа при принятии решения о реорганизации, необходимо предусмотреть разъяснение условий реорганизации со стороны и под ответственность совета директоров.

5) Также в целях защиты интересов участников коммерческих организаций должна быть предусмотрена обязательность привлечения независимого оценщика для определения рыночной стоимости акций (долей, паев), на основе которой при реорганизации должен быть определен коэффициент

обмена акций (долей участия, паев) и сумма выплачиваемой компенсации.

По аналогии с требованиями 3-й и 6-й директив Совета ЕС при реорганизации, помимо оценки, необходимо «обоснование» для всех компаний. Предполагается, что оно направлено на защиту мелкого акционера, а от оценки может быть добровольный отказ. С учетом известных проблем корпоративного шантажа не исключено, тем не менее, что круг обязательных случаев может быть сужен.

6) Исключение возможности принудительной реорганизации иначе, как по решению суда. Действующее законодательство допускает возможность принудительной реорганизации и ликвидации как по решению суда, так и по решению уполномоченного государственного органа. Необходимо исключить возможность несудебного порядка принудительной реорганизации и ликвидации в целях защиты коммерческой организации и ее участников от административного произвола со стороны государства.

7) Обеспечение возможности текущей деятельности коммерческих организаций с момента принятия решения о реорганизации (ликвидации) до момента ее завершения. В действующем законодательстве нет никакой ясности в том, в каких пределах может быть реализована правоспособность реорганизуемого и ликвидируемого юридического лица после принятия решения о его реорганизации (ликвидации). Например, может ли юридическое лицо, решение о реорганизации которого принято, совершать какие-либо сделки, не связанные с реорганизацией, или нет. Проблема правоспособности, в частности, касается реорганизации, осуществляемой внешним управляющим, назначаемым судом в случае принятия решения суда о принудительной реорганизации. Из закона пределы полномочий внешнего управляющего не ясны⁵³.

Решение проблемы правоспособности при реорганизации делает этот процесс возможным для крупных коммерческих организаций. Учитывая, что процесс реорганизации длителен, особенно у крупных организаций,

⁵³ Более того, действующее законодательство дает основания считать, что возможность осуществления деятельности коммерческих организаций, принимающих участие в реорганизации, не предполагается. Об этом, в частности, свидетельствуют нормы о передаточном акте и разделительном балансе. Федеральные законы «Об акционерных обществах» и «Об обществах с ограниченной ответственностью» предусматривают одновременность принятия решения о реорганизации и решения об утверждении передаточного акта или разделительного баланса. В связи с этим не ясно, как должны отражаться в передаточном акте или разделительном балансе изменения, которые возникли в связи со сделками реорганизуемого хозяйственного общества.

они должны иметь возможность продолжать свою деятельность до момента завершения реорганизации. Естественно при этом, что все коммерческие организации, участвующие в реорганизации, должны иметь возможность своевременно отказаться от участия в реорганизации в случае существенных изменений в положении одной из них, делающих такую реорганизацию для них невыгодной. То же касается и ликвидации. Ликвидация крупных коммерческих организаций занимает большой срок, в течение которого их деятельность еще продолжается.

Необходима отмена требования об утверждении передаточного акта и разделительного баланса при принятии решения о реорганизации, относя решение соответствующих вопросов на договоры (в случае слияния, присоединения, разделения путем приобретения и выделения путем приобретения) или на само решение о реорганизации (в случае разделения путем создания новой организации и выделения путем создания новой организации).

3.2. Антимонопольное регулирование и защита конкуренции

Базовым актом в данном случае является Закон Российской Федерации «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» от 22.03.91 № 948-1 (ред. от 02.01.00) и, в частности, его 17-я, 18-я и, отчасти, 6-я статьи⁵⁴.

17-я статья Закона регулирует непосредственно случаи реорганизации, в основе механизма реализации которых лежат создание, слияние, присоединение коммерческих организаций и их объединений, ликвидация и разделение государственных и муниципальных унитарных предприятий.

18-я статья распространяется на четыре случая:

- 1) приобретение лицом (группой лиц) акций (долей) с правом голоса в уставном капитале хозяйственного общества, при котором такое лицо (группа лиц) получает право распоряжаться более чем 20% указанных акции (долей), не учитывая случаи образования общества, т.е. его учреждения (создания вновь). Следует отметить, что под приобретением акций (долей) в ус-

⁵⁴ Здесь и далее обзор соответствующего законодательства РФ и сопутствующих проблем, помимо действующих нормативно-правовых актов РФ, основан на следующих источниках: официальный сайт МАП РФ; Храброва, 2000; Варламова, 2000; Аистова, 2002; Звоненко, 1998. Обзор прав заинтересованных лиц подготовлен при участии аспиранта ИЭПП А.Евдокимова.

тавном капитале хозяйственных обществ понимается не только покупка, но и получение иной возможности осуществления самостоятельно или через представителей воплощенных в этих акциях (долях) прав голоса на основании договоров доверительного управления, о совместной деятельности, поручения и др. (1-й признак);

2) получение в собственность или пользование одним хозяйствующим субъектом основных производственных средств или нематериальных активов другого хозяйствующего субъекта, если балансовая стоимость имущества, составляющего предмет сделки, превышает 10% балансовой стоимости основных производственных средств и нематериальных активов хозяйствующего субъекта, отчуждающего имущество (2-й признак);

3) приобретение лицом (группой лиц) прав, позволяющих определять условия ведения хозяйствующим субъектом его предпринимательской деятельности либо осуществлять функции его исполнительного органа (3-й признак);

4) участие физического лица в исполнительных органах, советах директоров (наблюдательных советах) двух и более хозяйствующих субъектов (4-й признак).

Различается предварительный (разрешительный) порядок согласования с антимонопольными органами указанных сделок и действий (на основании подачи ходатайства) и уведомительный (уведомление постфактум).

Детализация перечисленных случаев обращения в антимонопольные органы по ст.ст. 17, 18 Закона «О конкуренции...» дана в Положении о порядке представления антимонопольным органам ходатайств и уведомлений в соответствии с требованиями статей 17 и 18 Закона Российской Федерации «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках», утвержденного приказом МАП России от 13.08.99 № 276. В частности, в Положении даны пороговые величины необходимости ходатайств и уведомлений (на основе балансовой стоимости активов юридических лиц и нахождения в Реестре хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке определенного товара более 35%), перечень информации, предоставляемой в случае обращения, сроки и порядок рассмотрения и обращения.

6 статья Закона «О конкуренции...» распространяется на соглашения (согласованные действия) хозяйствующих субъектов, ограничивающих кон-

курунцию, т.е. касается наиболее мягких форм интеграции. Сложность формирования доказательной базы по этой статье делает ее практически не работающей в настоящее время. Единичные прецеденты ее применения стали возможны лишь в силу неаккуратных действий хозяйствующих субъектов или их слабой защиты на разбирательстве дел о нарушении 6 статьи.

При разработке Закона «О конкуренции...» 1991 г. наибольшее внимание было уделено опыту ЕС (подробно см. Варламова, 2000), в том числе структуре закона и принципам контроля и регулирования, на которых первоначально создавался закон о конкуренции. По имеющимся оценкам, такое заимствование не может быть признано правильным, в связи с особенностями конкурентного законодательства ЕС, которое: (1) имеет крайне специфическую цель создания – содействие объединению рынков; (2) распространяет свое действие на страны, в которых помимо него действует национальное законодательство о конкуренции, и вследствие этого законодательство ЕС может быть слабым; (3) действует в странах, в которых проблемы монополизма и концентрации не стоят с такой остротой, как в РФ. «Слабость» законодательства ЕС, в том числе с точки зрения использования его норм в России, проявляется, во-первых, в том, что в законодательстве нашел отражение «принцип контроля и регулирования», в соответствии с которым, при определенных условиях, любое ограничительное соглашение может быть признано законным. Во-вторых, данное законодательство имеет значительное количество изъятий (Комиссия ЕС обладает большой компетенцией по предоставлению различных изъятий как группового, так и индивидуального характера). В-третьих, проведением конкурентной политики в ЕС занимается всего один орган – Комиссия ЕС, компетенция которой достаточно ограничена.

Помимо проблем правовой рецепции, можно выделить целый ряд новаций и вопросов, где сохраняется неясность подходов.

1) По оценке самого МАП РФ, антимонопольный контроль сегодня является зачастую обременительным как для участников рынка, так и для МАП (выступление А.Цыганова – «Коммерсантъ», 2001). В среднем МАП РФ дает согласие примерно на 94% сделок, по 5% выдвигаются определенные условия, 1% получает отказ (см. также таблицу 6 Приложения 1).

Видимо, необходимо принятие поправок к закону о конкуренции, упрощающих процедуру антимонопольного контроля, так как многие реформы, особенно связанные с процессами слияний и поглощений, требуют одобрения министерства. МАП, в свою очередь, предполагает повысить порог размеров сделок, совершение которых требует разрешения антимонопольного

органа. Необходимо также упрощение системы рассмотрения заявок на осуществление слияний и поглощений и, в целом, введение новых правил (Кодекса) их осуществления.

2) Одной из серьезных проблем является неурегулированность (со стороны государства) взаимоотношений собственников, менеджеров, кредиторов и властных структур. В ситуации, когда правила не определены, любые переговоры недостаточны для технологичного и эффективного слияния. Соответственно, в правила контроля за экономической концентрацией необходимо включать возможность учета мнения о характере сделки третьих лиц.

3) Определение значения в более чем 50% голосующих акций (состава совета директоров, исполнительного органа, другого коллегиального органа хозяйствующего субъекта) как необходимого условия установления контроля над деятельностью хозяйствующего субъекта в антимонопольном законодательстве – слишком упрощенное толкование корпоративного взаимодействия.

4) Необходимость согласования с антимонопольными органами преодоления барьера в 20% голосующих акций несколько не соотносится с нормами корпоративного законодательства, где существенным для оказания влияния на хозяйствующий субъект является преодоление 25%-ного барьера в общем количестве голосующих акций общества, т.е. получение блока при голосовании квалифицированным большинством голосов.

5) В первоначальных редакциях Закон «О конкуренции...» не содержал указаний на срок действия заключения МАП России (при приобретении акций (долей) с правом голоса в уставном капитале хозяйственного общества, при котором приобретатель получит право распоряжаться в совокупности с имеющимися более 20% указанных акций (долей), достаточно было запросить согласие антимонопольного органа на максимальный для приобретателя пакет акций. Сделок же по его приобретению может быть сколь угодно много. Это же правило распространяется и на другие случаи подачи ходатайств в соответствии с требованиями ст. 18 Закона. Хозяйствующие субъекты, особенно функционирующие на высококонцентрированных рынках, могли в этой части моделировать свою интеграционную деятельность, снимая возможные проблемы с антимонопольными органами). В действующей редакции установлен годичный срок действия решения МАП России о согласии на совершение сделок, указанных в п. 1 ст. 18 Закона.

6) Новая редакция закона предоставляет федеральному антимонопольному органу право отклонения ходатайства, поданного в соответствии с требованиями п. 1 ст. 18, в случае непредставления сведений об источниках, ус-

ловиях получения и о размерах денежных средств, необходимых для совершения указанных сделок. Это меняет характер антимонопольного расследования, позволяя рассматривать ходатайство фактически сколь угодно долго (по оценкам самих руководителей МАП России).

Так, в 2000 г. МАП РФ получил право запрашивать сведения об источниках и объеме средств, появившихся на счетах предприятий. Согласно Федеральному закону № 3-ФЗ от 2 января 2000 г. «О внесении изменения и дополнения в статью 18 закона РСФСР «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках», федеральный антимонопольный орган вправе отклонить ходатайство (о сделке), если удовлетворение ходатайства может привести к возникновению или усилению доминирующего положения хозяйствующего субъекта (группы лиц) и/или ограничению конкуренции, либо представлена недостоверная информация, имеющая значение для принятия решения, либо *участниками сделок в установленный срок по требованию федерального антимонопольного органа не представлены сведения об источниках, условиях получения и о размерах денежных средств, необходимых для совершения таких сделок.* Федеральный антимонопольный орган вправе удовлетворить ходатайство в случае выполнения требований, направленных на обеспечение конкуренции (также см. приказ МАП РФ № 785 от 31 октября 2000 г.). Это позволит доказывать реальную связь между формально независимыми сделками. Эти данные МАП вправе запрашивать многократно и до тех пор, пока конечный бенефициар сделки не будет раскрыт.

7) Наиболее распространенная схема приобретения – покупка акций предприятия через аффилированные оффшорные компании или общества, зарегистрированные в зонах особого налогового статуса. Данная схема создает очевидные проблемы для осуществления антимонопольного контроля. Соответственно, анализ сделки осуществляется антимонопольными органами с учетом возможной квалификации сторон сделки, заинтересованных лиц (заимодавца, бенефициария и т.д.) в качестве субъектов соответствующего товарного рынка, в том числе в составе группы лиц, т.е. как участников отношений, влияющих на конкуренцию на товарных рынках Российской Федерации в соответствии со ст. 2 Закона.

В качестве типичного примера возможностей МАП в этой области можно привести скупку газораспределительных сетей, которые, как предполагается, осуществляла компания «Межрегионгаз» в 1999–2000 гг. Тем не менее у МАП нет данных о такой скупке именно со стороны «Межрегионгаз», так как поглощения осуществляются учрежденными «Межрегионгаз» компаниями, в которых доля учредителя формально невелика.

8) Много вопросов возникает относительно уведомлений антимонопольных органов при вхождении физических лиц в исполнительные органы, советы директоров (наблюдательные советы) двух и более хозяйствующих субъектов. Данная норма закона подразумевает обязательное уведомление и при повторном избрании (переизбрании), даже в случае имевшего место уведомления антимонопольных органов. По мнению многих специалистов в данной сфере, уведомление об участии физического лица в органах управления хозяйствующих субъектов – излишнее положение закона, поскольку такое участие представляет собой адекватное оформление контрольных функций, в подавляющем большинстве случаев основанных на участии в капитале, что и так контролируется антимонопольными органами. Если же такое участие не прослеживается непосредственно: имеет место сложная система аффилированных лиц, номинального держания акций и т.д. – то и ее «автор» не проявит себя в степени, требующей обращения в антимонопольные органы. Целесообразно ограничить антимонопольный контроль переплетения директоратов случаями возникновения группы лиц по критерию использования личной унии при отсутствии других признаков ее идентификации. Здесь также необходимо отметить необходимость снижения порогового значения представительства в коллегиальных органах управления хозяйствующего субъекта с 50% до одной трети их общего состава.

9) В целом признак «получение лицом (группой лиц) прав, позволяющих определять условия ведения хозяйствующим субъектом его предпринимательской деятельности» (п.1 ст. 18) может иметь достаточно широкое толкование и в настоящее время наименее раскрыт. По мнению МАП России, правом определять условия ведения предпринимательской деятельности является право выдачи одной стороной и обязательное исполнение другой стороной любых распоряжений, касающихся предпринимательской деятельности этой стороны. При определении такого права антимонопольный орган ссылается на положения ст. 105 Гражданского кодекса Российской Федерации, т.е. берет за основу нотификационные признаки дочернего общества. В итоге имеет место определенная непоследовательность этих шагов и при толковании аффилированности лиц⁵⁵.

⁵⁵ Кроме того, в качестве иных оснований получения прав определения условий ведения предпринимательской деятельности, МАП России, исходя из практики, считает косвенный контроль, конвертацию акций, получение кредита и др. Таким образом, толкование применения этого признака в каждом конкретном случае остается за антимонопольными органами, что в принципе должно увеличить количество нарушений антимонопольного законодательства, поскольку велика вероятность широкой трактовки применения этого признака.

10) Ряд трудностей существует также при использовании доверенностей на участие в общем собрании акционеров. В данном случае представитель, действуя от чужого имени и в чужом интересе и наделенный правом самостоятельно принимать решения по всем вопросам повестки дня общего собрания акционеров в объеме более 20% пакета голосующих акций, обязан соблюсти требования п. 1 ст. 18 Закона «О конкуренции...». Более сложный случай имеет место при получении доверенностей на участие в общем собрании акционеров от разных лиц. Здесь необходим анализ не только текстов доверенностей, но и поведения доверенного лица по результатам голосования на предмет возможного установления фактов согласованных действий ряда акционеров.

11) Если случай приобретения акций – более или менее процедурно отрегулированный вопрос при антимонопольном контроле, то другие проблемы, например приобретение в собственность основных производственных средств, не так ясны на практике. Так, с разных позиций может рассматриваться совокупность сделок по передаче основных средств при учреждении дочерних обществ, если стоимость имущества, передаваемого одному дочернему обществу, не превышает 10% балансовой стоимости основных производственных средств и нематериальных активов материнской компании. МАП России указывает на наличие группы лиц среди обществ, участников сделок и уточняет, что может иметь место ситуация, когда сделка по передаче основных производственных средств материнским обществом первому дочернему не подпадает под действие п. 1 ст. 18 (не превышен порог в 10%). Однако дальнейшие сделки такой передачи второму, третьему и т.д. дочерним обществам подпадают под действие указанной статьи (в совокупности превышает 10%-ный порог). Вероятно, корректное разрешение данного вопроса возможно в случае обоснования критериев отнесения сделок к взаимосвязанным, которых на настоящее время нет в корпоративном законодательстве.

12) Актуальным остается и более общий 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.).

В России, как и в США, все крупные слияния и поглощения формально подвергаются антимонопольному контролю уже на самых ранних этапах. Вместе с тем на практике обращение в МАП РФ происходит «постфактум»,

когда необходимый пакет акций заранее приобретен на N-е количество формально независимых компаний, и требуется легализация приобретенного группой контроля (по разным причинам, включая реорганизацию группы).

Федеральное правительство в США может претворять в жизнь антимонопольное законодательство двумя путями: через гражданское ходатайство Министерства юстиции или через процедуру слушаний в Федеральной торговой комиссии. Принципиально важно, что конкуренты или третьи лица, которые считают, что они будут затронуты поглощением, также вправе подавать антимонопольные иски.

Следует также отметить, что в США Министерство юстиции и Федеральная торговая комиссия имеют право требовать постановления суда, приостанавливающего слияние. МАП РФ имеет аналогичные возможности. Общим для России и США является тот факт, что за последние годы на основе антимонопольного законодательства было отменено (отклонено) очень незначительное количество сделок. Различие, тем не менее, принципиально. Если в США это связано с общим крайне жестким регулированием возможностей слияния, то в России, по всей видимости, – с невозможностью установления реальных участников сделки и вовлеченных в сделку активов.

Соответственно, одним из ключевых в данном случае является вопрос о бенефициарном владении и общей структуре формирующейся группы. Видимо, проблема идентификации бенефициарных владельцев должна решаться по следующим основным направлениям:

- ужесточение законодательства с точки зрения открытости структуры собственности (в том числе конечных бенефициаров) для выявления целей и заинтересованных сторон в сделках;
- либерализация пороговых значений в законодательстве, при которых требуется согласие государственных органов;
- определение меры ответственности собственников, а при невозможности идентификации – менеджеров (за предоставление ложной информации, потенциальный ущерб различным сторонам сделки и участникам корпоративных отношений и т.д.);
- идентификация интегрированной структуры, имеющей унифицированную для хозяйствующих субъектов и органов государственного управления основу и корректную теоретико-методическую базу, корреспондирующуюся с мировыми стандартами учета групповых форм организации бизнеса (включая

регулирование вопросов консолидированной финансовой и налоговой отчетности);

- уточнение с позиции вариативности корпоративных отношений понятия «аффилированных лиц» и в целом совершенствование концепции аффилированных лиц в части определения формулировок, корректировки понятийного аппарата, обоснованного расширения и рационализации критериев признания связи между лицами. Методические разработки в этой области позволяют подойти к идентификации интегрированной корпоративной структуры с позиции введения единогообразного понятия «группы компаний»⁵⁶; в терминологию российского хозяйственного оборота (в том числе и на законодательном уровне);
- государственный антимонопольный контроль, с одной стороны, базируется на недостаточно соответствующих реалиям определениях предпринимательской деятельности либо не в полной мере обоснованных критериях идентификации группового бизнеса; с другой – в случае превентивного регулирования распространяется на нецелесообразно широкий круг хозяйствующих субъектов. Корректный анализ позиционирования группы компаний, распространение на нее норм антимонопольного контроля для хозяйствующих субъектов возможны при унификации соответствующих положений антимонопольного и корпоративного законодательства⁵⁷.

Принятие детального закона «Об аффилированных лицах» могло бы стать важным шагом в решении вопросов, связанных с корпоративными группами и аналогичными средствами установления контроля. Целесообразно в этой связи изучение подходов к проблемам корпоративного контроля и ответственности, имеющихся в немецком законе о корпоративных группах и французском торговом праве. Это, возможно, позволило бы заглянуть за «фасад» корпорации. В своем существующем виде российский закон «Об акционерных обществах» (в комплексе с нормами Гражданского ко-

⁵⁶ Такие структуры в современном западном законодательстве имеют различные названия: связанные предприятия, система компаний, организация организаций, товарищество товариществ, товарищество второй группы, холдинги, финансово-промышленные группы, группы компаний или просто группы.

⁵⁷ Подробнее см. также: Храброва, 2000.

декса РФ) ограничивает такую возможность. В результате блокируются усилия по привлечению контролирующей компании к ответственности за действия, навязанные ею «дочерней» компании, и убытки, нанесенные таким образом акционерам меньшинства последней (см. ОЭСР, 2002).

13) В основе методик определения антимонопольными органами конкретных случаев экономической концентрации лежит установление долей хозяйствующих субъектов (группы лиц) на рынке соответствующего товара (с использованием данных Российского статистического агентства, что уже указывает на возможность получения неадекватных выводов). Наиболее же спорным кажется установление пороговых значений для признания хозяйствующего субъекта доминирующим на рынке определенного товара в 35% (доказуемое доминирование) и 65% (безусловное доминирование). Превышение этих же долей грозит и включением в Реестр хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке определенного товара более 35%, что требует дополнительного согласования при заключении сделок в соответствии со ст. 17 и 18 Закона «О конкуренции...»⁵⁸.

14) Согласно закону, в ряде случаев, даже если то или иное действие может привести к ограничению конкуренции, антимонопольные органы могут его разрешить: 1) если положительный эффект от данного действия превысит негативные последствия для рассматриваемого товарного рынка; 2) в случае выполнения требований, направленных на развитие конкуренции. Применение изложенных норм связано с определенными сложностями. Закон о конкуренции не содержит критериев, при выполнении которых то или иное действие может быть разрешено.

⁵⁸ Симптоматично, что содержание Реестра не отражает реальной картины концентрации на рынках. Одной из причин является его статичность: изменение Реестра происходит с опозданием на два шага от изменений на рынке. Однако, справедливости ради, следует отметить крайне низкую информационную обеспеченность антимонопольных органов. Другая же, более весомая причина заключается в методологических просчетах. Призванный отражать состояние процесса концентрации, Реестр заиклен на предприятиях-производителях, абсолютно игнорируя положение на рынке интегрированных структур. Большим достижением следует считать хотя бы включение в Реестр естественных монополистов РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России» с долевой разбивкой по их дочерним структурам. Основная же масса интегрированных структур проходит мимо Реестра. Это и неудивительно. Учитывая трудности идентификации группы лиц, обособление производства и собственности (классический случай — производство на давальческой основе), далеко не прозрачные отношения собственности аффилированных лиц той или иной группы и их постоянную перетасовку, определить рыночную долю интегрированной структуры – задача если и выполнимая, то несопоставимая по трудоемкости с возможным выигрышем (Храброва, 2000).

Так, крупнейшая сделка 2000 г. в алюминиевой отрасли (консолидация 70% активов в рамках «Русского алюминия»), безусловно, выходит за рамки рядового решения МАП. ООО «Русский алюминий» было зарегистрировано весной 2000 г. в г.Омске, однако пакеты акций алюминиевых и глиноземных предприятий оставались в собственности оффшорных компаний. Соответственно, не возникало и предмета для деятельности МАП, так как происходило «просто перераспределение капиталов внутри акционерных обществ... Одни оффшорные компании продавали другим те пакеты, которые им принадлежали»⁵⁹. Официальная точка зрения МАП, тем не менее, состояла в том, что структура типа «Русский алюминий» имеет право на существование в силу доминирующей экспортной ориентации, а наличие трех холдингов в отрасли (помимо «Русского алюминия», «СУАЛ» и «Северо-Запада») обеспечивает достаточную внутреннюю конкуренцию.

В то же время, например, в США антимонопольные органы разработали целую систему таких требований, в частности требование организациям, заключающим сделку, заключать договоры между собой о том, что при решении тех или иных вопросов они не будут в дальнейшем придерживаться единой политики (*agreement to hold separate*). Перечень возможных требований целесообразно предусмотреть и в российском законодательстве⁶⁰.

⁵⁹ Приводятся точки зрения министра по антимонопольной политике И.Южанова, зам. министра по антимонопольной политике А.Цыганова и А.Голомолзина, изложенные в их интервью газете «Коммерсант» 2000 г.

⁶⁰ В зарубежной юридической литературе высказывается несколько точек зрения по вопросу о том, в каких случаях концентрация может быть разрешена, даже если она оказывает вред на конкуренцию. Согласно одной из них, даже если слияние причинит значительный вред конкуренции, оно может быть позволено, если результатом его будет эффект для производства больший, чем вред, причиненный конкуренцией. Другая точка зрения заключается в том, что слияние может быть разрешено в том случае, если будет иметь место эффективность производства плюс выгода потребителей, которая будет выражаться в снижении цены на товар или в улучшении качества товара (Pittman, 1997). Так, например, согласно румынскому закону о конкуренции антиконкурентные слияния могут быть позволены при следующих условиях: 1) концентрация приведет к возрастанию экономической эффективности, улучшению качества продукции, технологическому прогрессу или росту конкурентоспособности на зарубежных рынках, 2) положительный эффект концентрации существенно снижает негативные последствия, 3) потребитель получает значительные преимущества, особенно в результате снижения цены. Имеются и иные варианты решения этого вопроса. Согласно последним Правилам о слияниях США, антимонопольные органы могут разрешить слияние, уменьшающее конкуренцию, если оно удовлетво-

15) В российском законодательстве о контроле за концентрацией также не предусмотрены особенности процедуры проведения проверок в различных сферах деятельности⁶¹. Видимо, целесообразно ужесточить требования к концентрации для одних отраслей и ослабить для других, в зависимости от конкурентной ситуации на том или ином рынке.

При этом по российскому законодательству все виды слияний регулируются одинаково. Видимо, необходим более взвешенный набор критериев для определения степени жесткости подхода антимонопольных органов и процедур согласования горизонтальных и вертикальных слияний.

3.3. Права заинтересованных лиц

3.3.1. Общие положения

Очевидно, что реорганизация юридических лиц вызывает много проблем, связанных не только с контролем государственных органов за концентрацией экономической мощи и с расширением правоспособности компаний, поглощающих другие предприятия, занятые в иных сферах хозяйственной деятельности (см. Кулагин, 1997). Не менее существенные проблемы, которые должны решаться в рамках национального или унифицированного законодательства – это проблемы охраны интересов целого круга субъектов, затрагиваемых данными решениями⁶².

ряет двум условиям одновременно: результатом его будет значительная эффективность и слияние – это единственный способ достигнуть этой эффективности. Кроме того, в названных Правилах указаны еще 4 момента, при существовании которых будет позволено слияние: 1) фирма неизбежно встретит финансовые трудности в ближайшем будущем, если не будет иметь место данное слияние, 2) фирма не может быть реорганизована другим образом, 3) фирма провела большой поиск альтернативных вариантов, но данные поиски были безуспешны, 4) без слияния имущество разоряющейся фирмы не будет эффективно использоваться в дальнейшем (так называемая теория падающей фирмы).

⁶¹ К примеру, в Японии имеется особенность регулирования процессов концентрации в третичной сфере (рекламное дело, коммуникации и др.). Здесь законодательство о конкуренции в первую очередь защищает интерес мелкого бизнеса, в связи с чем в данных областях хозяйствования антимонопольные органы проводят рассмотрение дела даже тогда, когда доля образовавшейся компании не достигает величины, при которой необходимо согласование с антимонопольными органами.

⁶² Права заинтересованных лиц при слияниях и поглощениях рассматриваются только применительно к акционерным обществам.

Реорганизация акционерного общества, независимо от формы ее проведения, затрагивает права широкого круга лиц, так или иначе связанных с АО: кредиторов, акционеров, работников, иных лиц, связанных с АО. Порядок реорганизации и поглощения общества должен обеспечивать интересы этих лиц и возможность осуществления ими контроля за действиями органов управления общества в процессе реорганизации и поглощения. Защите прав этих лиц при реорганизации посвящено достаточное количество норм действующего законодательства. Однако в силу отсутствия единого кодифицированного нормативного акта о реорганизации юридических лиц, нормы, содержащие гарантии прав заинтересованных лиц при реорганизации юридических лиц, в том числе и акционерных обществ, распределены среди множества нормативных актов различного уровня⁶³. Подобная ситуация препятствует реализации заинтересованными лицами своих прав, а с другой стороны – затрудняет безоговорочно законное осуществление реорганизаций даже при добросовестности руководства компаний.

В ГК РФ основной акцент сделан на обеспечение гарантий прав кредиторов юридического лица при его реорганизации (ст. 60 ГК РФ).

О правах акционеров реорганизуемого общества ГК РФ не упоминает прямо, ограничиваясь лишь некоторыми общими нормами. Частично этот пробел компенсируется в Федеральном законе «Об акционерных обществах».

Ни ГК РФ, ни Закон «Об акционерных обществах» не упоминают о такой категории лиц, чьи права могут быть затронуты реорганизацией АО, как работники. Вместе с тем указанная категория лиц, как правило, гораздо многочисленнее двух вышеуказанных. Очевидно, что реорганизация, часто сопровождающаяся сокращением численности или штата работников, затронет интересы работников не меньше, чем интересы кредиторов и акционеров. В настоящее время права работников находят защиту в нормах не гражданского права, а трудового, прежде всего в Кодексе законов о труде.

О гарантиях прав лиц, перед которыми юридическое лицо несет ответственность за вред, причиненный жизни или здоровью, говорится лишь в ст. 1093 ГК РФ (глава посвящена не юридическим лицам, а обязательствам вследствие причинения вреда). В соответствии с пунктом 1 ст. 1093 ГК РФ, в случае реорганизации юридического лица (следовательно, и АО), приз-

⁶³ Например, Стандарты эмиссии акций и облигаций и проспектов эмиссий при реорганизации коммерческих организаций (утв. Постановлением ФКЦБ России от 12 февраля 1997 года № 8 в редакции Постановления ФКЦБ России от 11 ноября 1998 года № 48). Эти специальные вопросы в настоящей работе не рассматриваются.

нанного в установленном порядке ответственным за вред, причиненный жизни или здоровью, обязанность по выплате соответствующих платежей несет его правопреемник. К нему же предъявляются требования о возмещении вреда. Аналогичная норма закреплена и в Правилах возмещения работодателем вреда, причиненного работникам увечьем, профессиональным заболеванием либо иным повреждением здоровья, связанным с исполнением ими трудовых обязанностей (утверждены Постановлением Верховного Совета РФ от 24 декабря 1992 г.). Статья 42 Правил предусматривает, что в случае реорганизации предприятия выплата сумм в возмещение вреда производится правопреемником реорганизованного предприятия.

Ситуация, когда на уровне ГК РФ отдается приоритет одной категории лиц, чьи права могут пострадать при реорганизации общества, нельзя считать приемлемой⁶⁴. Необходимо установить законодательное определение единого перечня категорий лиц, чьи права должны быть гарантированы при реорганизации общества. Этот перечень может быть включен в качестве дополнения в ГК РФ, в главу, посвященную юридическим лицам, либо должен стать одним из разделов специального закона о реорганизации юридических лиц (наличие закона о реорганизации юридических лиц было бы логически связано с законом о государственной регистрации юридических лиц и с законом о несостоятельности (банкротстве), предусмотренными ГК РФ).

3.3.2. Права кредиторов

Прежде всего кредиторы вправе получать информацию о реорганизации общества. Гарантией этого права является установленная ГК РФ и законом «Об акционерных обществах» обязанность акционерного общества уведомлять кредиторов о реорганизации.

Согласно требованиям ГК РФ (ст. 60 «Гарантии прав кредиторов юридического лица при его реорганизации»), (1) учредители (участники) юридического лица или орган, принявший решение о реорганизации, обязаны письменно уведомить об этом кредиторов реорганизуемого юридического лица, (2) кредитор вправе потребовать прекращения или досрочного исполнения обязательства, должником по которому является реорганизуемое юридическое лицо, и возмещения убытков, (3) если разделительный баланс не дает возможности определить правопреемника, вновь возникшие юридические лица несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного юридического лица перед его кредиторами.

⁶⁴ Подробно см. также: Звоненко, 1998; Ганеев, 2002.

В соответствии с пунктом 1 ст. 60 ГК РФ уведомление должно быть сделано в письменной форме. В соответствии с новой редакцией ст. 15 ФЗ «Об акционерных обществах» общество при принятии решения о реорганизации обязано:

а) письменно уведомить о принятом решении кредиторов. При этом уведомление должно направляться в следующие сроки: не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации (при реорганизации путем выделения, разделения и преобразования), не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации последним из обществ, участвующих в реорганизации (при реорганизации путем слияния или присоединения);

б) и что является нововведением – опубликовать сообщение о принятом решении в печатном издании, предназначенном для публикации данных о государственной регистрации юридических лиц. При этом сообщение должно публиковаться в следующие сроки: не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации (при реорганизации путем выделения, разделения и преобразования), не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации последним из обществ, участвующих в реорганизации (при реорганизации путем слияния или присоединения).

Таким образом, хотя уведомить кредиторов и опубликовать сообщение в печатном издании должны все общества, участвующие в реорганизации, общества, реорганизуемые путем слияния и присоединения, могут отсчитывать данный тридцатидневный срок с даты принятия решения о реорганизации последним из обществ. Также следует отметить, что строго регламентированного текста уведомлений кредиторам и текста сообщения о принятом решении законодательно не установлено. Кредиторы общества, в соответствии с новой редакцией статьи, вправе письменно потребовать досрочного прекращения или исполнения обязательств общества и возмещения убытков в следующие сроки: в течение 30 дней с даты направления им уведомлений о принятом решении о реорганизации или в течение 30 дней с даты опубликования сообщения о принятом решении о реорганизации.

Таким образом, в новой редакции статьи унифицированы сроки предъявления требований кредиторами вне зависимости от способа реорганизации общества. Представляется, что при подсчете кредиторами 30-дневного срока они, скорее всего, будут руководствоваться следующим. Так как данный срок отсчитывается либо с даты направления уведомлений кредиторам, либо с даты опубликования соответствующего сообщения, то моментом, с которого кредиторы вправе потребовать прекращения обязательств, может считаться дата более раннего уведомления (т.е. либо дата письменного уве-

домления кредиторов, либо дата публикации сообщения). А срок, в течение которого кредиторы вправе потребовать досрочного прекращения обязательств, может считаться истекшим через 30 дней с даты более позднего уведомления (т.е. либо дата письменного уведомления кредиторов, либо дата публикации сообщения). В итоге весь срок, в течение которого кредиторы могут предъявлять требование о выкупе, может растянуться более чем на 30 дней.

Еще одно нововведение – реорганизуемое общество обязано документально подтверждать выполнение им своих обязанностей по уведомлению кредиторов для представления этих документов в регистрирующий орган. При этом государственная регистрация обществ, созданных в результате реорганизации, и внесение записей о прекращении деятельности реорганизованных обществ будет осуществляться только при наличии этих доказательств.

В новой редакции Закона (как и в старой), в соответствии со ст. 16, 17, 18, 19 и 20, документами, на основании которых права и обязанности реорганизуемых обществ переходят к создаваемым в результате реорганизации (а при реорганизации путем присоединения права и обязанности присоединяемого общества переходят к обществу, к которому осуществляется присоединение), являются разделительный баланс при реорганизации путем выделения и разделения и передаточный акт при реорганизации путем слияния, присоединения и преобразования. Однако в старой редакции статьи был указан только разделительный баланс, как документ, на основании которого определяется правопреемник реорганизованного общества. Законодатель устранил юридическую неточность и добавил передаточный акт, который используется при реорганизации в форме слияния, присоединения и преобразования.

Законодательство, устанавливая обязанность акционерного общества уведомлять кредиторов о реорганизации, вместе с тем не дает точного указания на то, кто именно должен осуществлять уведомление. Пункт 1 ст. 60 ГК РФ налагает обязанность уведомления на учредителей (участников) или орган юридического лица, принявших решение о реорганизации. Следуя логике ГК РФ и исходя из того, что согласно закону об АО решение вопроса о реорганизации может принять только общее собрание акционеров АО, возникает обязанность общего собрания акционеров уведомлять кредиторов о реорганизации. Однако представляется по меньшей мере странной ситуация, когда уведомление направляется от имени общего собрания акционеров. Отсутствует ясность и в Законе «Об акционерных обществах», ст. 15

которого просто формулирует положение о том, что общество в письменной форме уведомляет своих кредиторов, хотя именно в этой статье закона было бы целесообразно определить лицо или орган, ответственный за уведомление.

Анализ норм закона об АО позволяет прийти к выводу, что обязанность от имени общества письменно уведомлять кредиторов лежит на исполнительном органе общества. В подтверждение этого положения можно сослаться на следующие нормы закона об АО: исполнительный орган общества организует выполнение решений общего собрания акционеров (абз. 2 п. 2 ст. 69); ответственность за своевременное представление сведений о деятельности общества, передаваемых кредиторам, несет исполнительный орган общества (п. 2 ст. 88).

В соответствии с ГК РФ и с Законом «Об акционерных обществах», исполнительный орган АО может быть коллегиальным и/или единоличным. Если в уставе АО предусмотрено наличие одновременно коллегиального и единоличного исполнительных органов, то согласно абз. 2 п. 1 ст. 69 закона об АО, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества (директор, генеральный директор), осуществляет также функции председателя коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции). Абз. 2 п. 2 ст. 70 закона об АО предусматривает положение, согласно которому лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества, подписывает все документы от имени общества.

Таким образом, согласно нормам закона об АО, обязанность письменного уведомления кредиторов общества о реорганизации лежит на директоре АО или ином лице, осуществляющем функции единоличного исполнительного органа АО. Однако если на общем собрании акционеров будет составлено и направлено уведомление кредиторам, обязанность АО по уведомлению кредиторов о реорганизации также можно считать выполненной.

Помимо права на информацию, кредиторы вправе требовать от общества прекращения или досрочного исполнения обязательств и возмещения убытков. Данная гарантия соблюдения интересов кредиторов установлена п. 2 ст. 60 ГК РФ и находит свое подтверждение в п. 5 ст. 15 Закона об АО. Согласно данному пункту, кредитор вправе требовать от общества прекращения или досрочного исполнения обязательств и возмещения убытков путем письменного уведомления в срок: не позднее 30 дней с даты направления обществом кредиторам уведомления о реорганизации в форме слияния, присоединения или преобразования; не позднее 60 дней с даты направления

обществом кредиторам уведомлению о реорганизации в форме разделения или выделения.

Установленные законом сроки призваны дать кредиторам возможность проанализировать ситуацию, складывающуюся в связи с реорганизацией АО и определить целесообразность предъявления требований, предусмотренных п. 2 ст. 60 ГК РФ.

Очевидно, что перед тем, как выносить вопрос о реорганизации на повестку дня общего собрания акционеров, совет директоров (наблюдательный совет) совместно с исполнительным органом АО должны провести тщательную подготовительную работу. Возможна тем не менее ситуация, когда, несмотря на предоставление разъяснений со стороны общества, кредиторы решат воспользоваться своим правом требования прекращения или досрочного исполнения обязательств и возмещения убытков.

Закон об АО не дает ответа на вопрос, в течение какого срока общество обязано исполнить требования кредиторов. В нем имеется указание только на срок, в течение которого кредитор вправе заявить свое требование (30 или 60 дней с даты направления обществом уведомления о реорганизации, в зависимости от формы реорганизации). В данной ситуации необходимо руководствоваться общим правилом о сроках исполнения обязательств, установленным ст. 314 ГК РФ. Данная статья предусматривает следующие варианты: 1) если обязательство предусматривает или позволяет определить день его исполнения или период времени, в течение которого оно должно быть исполнено, обязательство подлежит исполнению в этот день или, соответственно, в любой момент в пределах такого периода; 2) если обязательство не предусматривает срок его исполнения и не содержит условий, позволяющих определить этот срок, оно должно быть исполнено в разумный срок после возникновения обязательства.

Обязательство, не исполненное в разумный срок, а равно обязательство, срок исполнения которого определен моментом востребования, должник обязан исполнить в семидневный срок со дня предъявления кредитором требования о его исполнении, если обязанность исполнения в другой срок не вытекает из закона, иных правовых актов, условий обязательства, обычаев делового оборота или существа обязательства.

В том случае, когда кредиторы после получения уведомления о реорганизации АО не заявили своих требований, в передаточный акт (разделительный баланс) должны быть включены положения о правопреемстве по всем обязательствам реорганизуемого юридического лица в отношении всех его кредиторов, включая и обязательства, оспариваемые сторонами. И здесь не-

обходимо упомянуть еще о двух важных гарантиях прав кредиторов: 1) представление вместе с учредительными документами передаточного акта (разделительного баланса), а также отсутствие в них положений о правопреемстве по обязательствам реорганизованного юридического лица влекут отказ в государственной регистрации вновь возникших юридических лиц (ч. 2 п. 2 ст. 59 ГК РФ); 2) если разделительный баланс не дает возможности определить правопреемника реорганизованного юридического лица, вновь возникшие юридические лица несут солидарную ответственность по обязательствам реорганизованного юридического лица перед кредиторами (п. 3 ст. 60 ГК РФ, п. 5 ст. 15 Закона «Об акционерных обществах»).

В настоящее время одной из наиболее актуальных новаций в ГК РФ должно быть исключение возможности кредиторов препятствовать реорганизации без должных оснований (см. Законопроекты, 2001). Принципиальное значение имеют пересмотр норм ст. 60 «Гарантии прав кредиторов юридического лица при его реорганизации», согласно которым кредитор вправе потребовать прекращения или досрочного исполнения обязательства, должником по которому является реорганизуемое юридическое лицо, и возмещения убытков. В соответствии с Гражданским кодексом все специальные законы о коммерческих организациях предусмотрели, что кредиторы реорганизуемого юридического лица имеют право требовать досрочного исполнения его обязанностей перед ними и связанных с таким исполнением убытков. Как показывает практика, именно это положение является в настоящее время наиболее существенным препятствием для реорганизации. Установленное законом право кредиторов требовать досрочного исполнения обязанностей не зависит от того, задевает ли реорганизация их интересы или нет. Во многих случаях реорганизация улучшает положение кредиторов, однако, даже в этих случаях они зачастую пользуются своим правом, делая реорганизацию невозможной.

Необходимо введение механизма, который, с одной стороны, эффективно защищал бы интересы кредиторов (расширял варианты их защиты), а с другой стороны, давал бы реорганизуемой организации возможность избежать досрочного исполнения обязательств в случае, если она (ее правопреемники) докажет, что проводимая реорганизация не ущемляет интересы кредиторов. Соответственно, необходимо предусмотреть, что кредиторы реорганизуемой организации по-прежнему вправе обратиться в суд с требованием о прекращении или досрочном исполнении соответствующих обязательств реорганизуемой организации и возмещении им связанных с этим убытков и/или о возложении на принимающие организации солидарной от-

ветственности по обязательствам передающего. Тем не менее должно быть определено также, что суд отказывает в удовлетворении таких требований, если реорганизуемая организация или ее правопреемники докажут, что в результате реорганизации опасности ненадлежащего исполнения обязательства не возникает.

3.3.3. Права акционеров

Традиционно защита прав различных типов акционеров при слияниях и поглощениях занимает весомое место в законодательстве развитых стран. Она может осуществляться по нескольким направлениям:

- общее регулирование правил слияний и поглощений (в соответствии со спецификой конкретных форм, предусмотренных в национальных правовых системах);
- общие механизмы защиты прав миноритарных акционеров при поглощении (публичная оферта, право принятия решений, «справедливая цена» и др.);
- защита прав миноритарных акционеров, возражающих против реорганизации⁶⁵;
- определение условий, при которых лицо, установившее определенный порог контроля в процессе поглощения, вправе завершить консолидацию (аннулирование защитных механизмов, скупка остающихся акций и др.);
- требования раскрытия информации о процедуре слияния или поглощения;
- обеспечение прозрачности структуры собственности и изменений в структуре собственности;
- нормы, регулирующие особенности эмиссии и конвертации ценных бумаг;
- контроль со стороны регулирующих органов и саморегулирующихся организаций;
- судебная практика разрешения споров, возникающих в процессе слияний и поглощений.

Очевидно, что согласование решения о реорганизации может привести к конфликтам прежде всего в открытых акционерных обществах, где один или несколько акционеров владеют крупными пакетами акций, а множество

⁶⁵ Например, законодательство отдельных штатов США предусматривает специальные меры защиты акционеров, возражающих против реорганизации. На практике они сводятся к праву акционера потребовать покупки акций по рыночной цене.

мелких акционеров в отдельности имеют незначительное количество акций. Хорошо известно также, что именно реорганизация стала одним из наиболее часто используемых в России каналов «вывода» аутсайдеров в 1998–2002 гг.

Нормы, закрепляющие права акционеров при реорганизации акционерного общества, содержатся прежде всего в законе об АО, который, помимо прочего, «обеспечивает защиту прав и интересов акционеров» (п. 1 ст. 1 закона об АО). В этой связи необходимо указать на гарантии прав акционеров, которые предусмотрены законом об АО (см. также таблицу 7 Приложения 1):

- 1) Решение вопроса о реорганизации акционерного общества находится в исключительной компетенции общего собрания акционерного общества. Данное положение прямо закреплено п. 1 ст. 103 ГК РФ и п. 1 ст. 48 закона об АО.
- 2) Решение о реорганизации принимается квалифицированным большинством голосов акционеров. В силу п. 4 ст. 49 закона об АО, решение по вопросу о реорганизации принимается общим собранием акционеров большинством в 3/4 голосов акционеров-владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров. Поскольку в соответствии с п. 3 ст. 32 закона об АО правом голоса на общем собрании акционеров по вопросу о реорганизации АО обладают владельцы привилегированных акций АО, то s, необходимые для принятия решения о реорганизации АО, определяются от числа всех акционеров, принимающих участие в общем собрании, а не только от акционеров – владельцев обыкновенных голосующих акций.
- 3) В новой редакции закона об АО в ст.15 законодательно введено ограничение на формирование имущества общества, создаваемого в результате реорганизации – оно осуществляется только за счет имущества реорганизуемых обществ. Таким образом, никакие денежные или вещественные увеличения имущества реорганизованного (реорганизованных) общества со стороны акционеров или иных лиц не допускаются. Введение этого ограничения объясняется возможностью нарушения прав акционеров при возникновении необходимости делать дополнительные денежные или имущественные вклады при реорганизации общества. При реорганизации не может происходить изменения объема прав акционеров.

4) Право акционеров требовать от акционерного общества выкупа принадлежащих им акций. П. 1 ст. 75 предоставляет акционерам-владельцам голосующих акций (применительно к реорганизации владельцам как обыкновенных, так и привилегированных акций) право требовать от АО выкупа всех или части принадлежащих им акций в случае реорганизации АО. Единственным условием реализации этого права является позиция акционера: акционер либо голосовал против принятия решения о реорганизации АО, либо не принимал участия в голосовании.

Выкуп акций обществом осуществляется по рыночной стоимости этих акций, определяемой без учета ее изменения в результате действия общества, повлекшего возникновение права требования оценки и выкупа акций (п. 3 ст. 75 закона об АО). Иными словами, если после принятия общим собранием акционеров решения о реорганизации АО курс акций общества резко упал, то выкуп акций должен производиться по цене, существовавшей на эти акции до принятия решения о реорганизации.

Порядок осуществления акционерами права требовать выкупа обществом принадлежащих им акций регламентируется ст. 76 закона об АО. Согласно этому порядку, АО обязано информировать акционеров о наличии у них права требовать выкупа обществом принадлежащих им акций, о цене и порядке осуществления выкупа. Письменное требование акционера о выкупе принадлежащих ему акций направляется обществу с указанием места жительства (если акционером является юридическое лицо – места нахождения) акционера и количества акций, выкупа которых он требует.

Требования акционеров о выкупе принадлежащих им акций должны быть предъявлены обществу не позднее 45 дней с даты принятия соответствующего решения общим собранием акционеров. По истечении указанных 45 дней, общество обязано выкупить акции у акционеров, предъявивших требования о выкупе, в течение 30 дней. Таким образом, вся процедура выкупа акций у акционеров, заявивших соответствующее требование, не может превышать 75 дней с даты принятия общим собранием акционеров решения о реорганизации.

Необходимо отметить, что закон об АО содержит обязательное требование о том, что общая сумма средств, направляемых обществом на выкуп акций, не может превышать 10% стоимости чистых активов общества на дату принятия решения о реорганизации. В том случае, если общее количество акций, в отношении которых заявлены требования о выкупе, превышает

количество акций, которое может быть выкуплено с учетом 10%-ного ограничения, акции выкупаются у акционеров пропорционально заявленным требованиям.

5) П. 8 ст. 49 закона об АО предусматривает право акционера обжаловать в суде решение, принятое общим собранием акционеров с нарушением требований закона об АО, иных правовых актов, устава общества, в случае, если он не принимал участия в общем собрании акционеров или голосовал против принятия такого решения. Указанное решение общего собрания акционеров не должно нарушать права и законные интересы акционера. Вместе с тем суд вправе, с учетом всех обстоятельств дела, оставить в силе обжалуемое решение, если имеется совокупность следующих условий: голосование акционера не могло повлиять на результаты голосования; допущенные нарушения не являются существенными; решение не повлекло причинения убытков данному акционеру.

6) Уже в Указе Президента РФ от 18 августа 1996 г. № 1210 «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера» содержался запрет на размещение акций среди лиц, не являющихся акционерами общества, при реорганизации акционерных обществ. Некоторые документы ФКЦБ в конце 90-х гг. вводили требование пропорционального распределения акций новых обществ при реорганизации среди существующих акционеров. Тем не менее только в 2001 г. в новой редакции закона об АО законодательно предусмотрено, что акционеры реорганизуемых в форме разделения или выделения АО, которые были против реорганизации или не участвовали в голосовании, имеют право на получение акций каждого созданного общества пропорционально числу принадлежащих им акций.

Важнейшей проблемой является защита интересов различных типов акционеров при поглощении. В российском законодательстве минимальные нормы, регулирующие данный вопрос, содержатся в ст. 75 и 80 закона об АО (для сравнения ниже приводятся также предложения экспертов Комиссии ЕС по реформированию соответствующего законодательства в странах ЕС):

Ст. 80 «Приобретение 30 и более процентов обыкновенных акций общества» Федерального закона «Об акционерных обществах» (в ред. Федерального закона от 07.08.2001 №20-ФЗ)	Предложения группы экспертов ЕС по проблеме поглощений (декабрь 2001 г.) ⁶⁶ .
1. Лицо, имеющее намерение самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрести 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров - владельцев обыкновенных акций более 1000 с учетом количества принадлежащих ему акций, обязано не ранее чем за 90 дней и не позднее чем за 30 дней до даты приобретения акций направить в общество письменное уведомление о намерении приобрести указанные акции.	Обеспечение «единого игрового поля» («a level playing field for takeover bids») в странах ЕС для обеспечения равных прав акционеров (equal treatment of shareholders): <ul style="list-style-type: none"> • в том случае, если предложение о покупке компании увенчалось успехом, по меньшей мере приведя к покупке 75% или более акционерного капитала⁶⁷ приобретаемой компании, oferent должен иметь право контролировать состав совета директоров и содержание устава ком-

⁶⁶ Очередной проект Тринадцатой Директивы о поглощениях был отклонен 4 июля 2001 г. по итогам голосования в Европарламенте. Необходимо принять во внимание и проблему, связанную с сопротивлением новациям в данной сфере. Так, в 1993 г. 5 из 12 стран ЕС выступили против принятия директивы Европейской комиссии о регулировании сделок по слияниям и поглощениям компаний. Как показал анализ, именно на эти страны приходилось 70% всех подобных операций и 94% всех попыток враждебного поглощения (Кобяков, 1997). Заметное место среди этих стран принадлежало Германии, традиционно считающейся страной «корректной» корпоративной культуры. Если в США во второй половине 90-х гг. количество враждебных поглощений уменьшилось (с 1995 по 1999 гг. объем сделок снизился с 50 до 10 млрд долл.), то Европа стала мировым лидером по враждебным поглощениям (Леонов, 2000). При этом доля враждебных сделок возросла как на фоне всех сделок по слияниям и поглощениям, так и в структуре межстрановых враждебных поглощений в Европе. Величина всех враждебных поглощений в Европе в 1999 г. составила 393 млрд долл. (т.е. в 4 раза больше, чем за весь период 1990-1998 гг.) из 1487 млрд долл. всех слияний и поглощений в Европе. После кризиса 1997 г. отмечен и резкий рост агрессивных сделок в азиатских и других развивающихся странах.

⁶⁷ В англоязычной версии доклада Группы используется термин «risk-bearing share capital», более строгое значение которого – «ценные бумаги, владельцы которых принимают участие в разделе прибыли компании».

2. Лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрело 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций более 1000, с учетом количества принадлежащих ему акций, в течение 30 дней с даты приобретения обязано предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции... Уставом общества или решением общего собрания акционеров может быть предусмотрено освобождение от указанной в настоящем пункте обязанности. Решение общего собрания акционеров об освобождении от такой обязанности может быть принято большинством голосов владельцев голосующих акций, принимающих участие в общем собрании акционеров, за исключением голосов по акциям, принадлежащим лицу, указанному в настоящем пункте, и его аффилированным лицам.

3. Предложение лица, которое приобрело обыкновенные акции в соответствии с настоящей статьей, о приобретении обыкновенных акций общества направляется всем акционерам – владельцам обыкновенных акций общества в письменной форме.

пании пропорционально своему участию в ее капитале, невзирая ни на какие положения устава или других внутренних документов компании, которые препятствовали бы установлению такого контроля;

- только сами акционеры (а не совет директоров) должны оценить предложение о покупке и принять решение, продавать ли свои акции оференту и по какой цене;

- должна быть пропорциональность между акционерным капиталом и контролем: только держатели акций, дающих неограниченное право на участие в прибыли или на решение о ликвидации, должны осуществлять контрольные права пропорционально своей доле (соответственно риску);

- полное раскрытие компанией, акции которой имеют листинг, информации о ее капитале и структуре контроля (с постоянным обновлением);

- после объявления предложения о покупке совет директоров компании может принять меры по срыву поглощения только с разрешения общего собрания акционеров (большинством голосов);

- когда оферент приобретает определенный процент акционерного капитала компании (не выше 75% для всех стран ЕС), он имеет право незамедлительно отменить все защитные механизмы (в уставе и структуре управления), препят-

4. Акционер вправе принять предложение о приобретении у него акций в срок не более 30 дней с момента получения предложения. В случае принятия акционером предложения о приобретении у него акций, такие акции должны быть приобретены и оплачены не позднее 15 дней с даты принятия акционером соответствующего предложения.

5. Предложение акционерам о приобретении у них акций должно содержать данные о лице, которое приобрело обыкновенные акции общества (имя или наименование, адрес или место нахождения) в соответствии с настоящей статьей, а также указание количества обыкновенных акций, которые оно приобрело, предлагаемой акционерам цены приобретения акций, срока приобретения и оплаты акций.

6. Лицо, приобретшее акции с нарушениями требований настоящей статьи, вправе голосовать на общем собрании акционеров по акциям, общее количество которых не превышает количества акций, приобретенных им с соблюдением требований настоящей статьи.

7. Правила настоящей статьи распространяются на приобретение каждых 5 процентов размещенных обыкновенных акций свыше 30 процентов размещенных обыкновенных акций общества.

Рыночная цена – не ниже средневзвешенной цены за шесть месяцев, предшествующих дате приобретения.

Согласно ст. 75 «Выкуп акций обществом по требованию акционе-

ствующие осуществлению контроля;- правило разрушения защитных механизмов должно быть применимо и к «золотой акции», дающей специальные контрольные права государствам ЕС (в той мере, в какой это допустимо законодательством ЕС, страны, желающие сохранить контроль в компании, должны сделать это законодательным актом в рамках принципов публичного права);

- положения устава компании, ограничивающие возможность передачи акций, не должны действовать против оферента, который сделал предложение о покупке акций компании;

- Комиссия ЕС должна рассмотреть случаи, когда пирамидальные структуры и кросс- и циркулярные холдинги должны регулироваться на общих основаниях и какие меры по защите миноритарных акционеров должны быть приняты странами ЕС.

Определение понятия справедливой цены («equitable price»), которая платится миноритарным акционером:

- «equitable price»: в том случае, если оферент приобретает контроль

ров», выкуп акций обществом (в том числе при реорганизации) осуществляется по цене, определенной советом директоров (наблюдательным советом) общества, но не ниже рыночной стоимости, которая должна быть определена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций.

Весной 2002 г. подготовлен проект концепции федерального закона о добровольном публичном предложении о поглощении, предусматривающего такую возможность для мажоритарного акционера.

Согласно ст. 75 «Выкуп акций обществом по требованию акционеров», акционеры – владельцы голосующих акций вправе требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций в случаях: реорганизации общества или совершения крупной сделки, решение об одобрении которой принимается общим собранием акционеров в со-

над компанией, то цена, которую в соответствии с Директивой должен предложить oferent за остающиеся акции, должна, как правило, быть высшей из цен, которые oferent заплатил за акции в период от 6 до 12 месяцев до того, как он приобрел контроль, включая период приобретения контроля.

Право мажоритарного акционера выкупать миноритарные доли («squeeze-out procedure»): в том случае, когда oferent приобретает более установленного процента акций компании (процент должен быть установлен на уровне от 90 до 95%), или же, альтернативно, когда его предложение о покупке акций принимается владельцами 90% и более акций компании, у oferenta должно быть право принудительного выкупа остающейся миноритарной доли по справедливой цене (справедливой ценой считается цена, по которой было сделано первоначальное предложение).

При этом тогда, когда oferent приобретает более определенного процента акций компании (аналогично устанавливаемого на уровне 90–95% от всех акций), у остающихся миноритарных акционеров должно быть симметричное право требовать выкупа своих акций oferentом по справедливой цене.

ответствии с п. 2 ст. 79 настоящего Федерального закона, если они голосовали против принятия решения о его реорганизации или одобрении указанной сделки либо не принимали участия в голосовании по этим вопросам; (в ред. Федерального закона от 07.08.2001 №20-ФЗ) внесения изменений и дополнений в устав общества или утверждения устава общества в новой редакции, ограничивающих их права, если они голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании.

В этой связи важно также упомянуть неоднозначное отношение исследователей к публичному предложению о покупке акций. Если некоторые авторы рассматривают его как институт, защищающий интересы мелких акционеров (более выгодные условия продажи акций, чем на бирже, плюс косвенный контроль менеджмента), то другие не столь оптимистичны. Если контролирующая группа обращается с предложением к мелким акционерам выкупить их акции, то перед этим могут быть приложены определенные усилия (снижение дивидендов, манипулирование информацией) по снижению рыночных котировок для создания иллюзии выгоды сделки для мелких акционеров. Аналогичные проблемы могут возникать и при операциях по захвату контроля.

В целом необходимо существенное продвижение в сфере регулирования корпоративных поглощений в России. Если для корпоративного управления неким стандартом могут быть Принципы корпоративного управления ОЭСР, то для защиты интересов акционеров при поглощениях целесообразно изучить многолетний опыт наднационального регулирования слияний и поглощений ЕС, формализованный в предложениях экспертов Комиссии ЕС. Наиболее существенным в идеологии кодекса является сдвиг от интересов «агрессора» (которые реализуются в праве многих стран-членов ЕС прежде всего за счет отсутствия весомых ограничений для поглощений) к интересам поглощаемой компании и ее акционеров. Согласно кодексу, миноритарные акционеры поглощаемой компании получают право блокировать целый ряд принимаемых решений в случае дискриминации их интересов. Контри-

ментальная ориентация на «социальное партнерство» обусловила также появление требований о превентивном уведомлении работников поглощаемой компании.

Существенно также, что регулирование поглощений, предусмотренное в ст. 80 закона об АО, касается только открытых акционерных обществ с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций свыше 1000. В этой связи интересно привести определение Конституционного Суда РФ от 6 декабря 2001 г. №55-О «Об отказе в принятии к рассмотрению жалобы граждан Ежова Владимира Николаевича и Варзугиной Юлии Александровны на нарушение их конституционных прав ст. 80 Федерального закона «Об акционерных обществах»:

Конституционный Суд Российской Федерации..., заслушав на пленарном заседании заключение судьи Г.А.Гаджиева, проводившего на основании статьи 41 Федерального конституционного закона «О Конституционном Суде Российской Федерации» изучение жалобы граждан В.Н.Ежова и Ю.А.Варзугиной, установил:

1. Как следует из представленных материалов, летом 1999 г. гражданин И.В. Литвинов приобрел 6376 обыкновенных акций ОАО «Центральный Гастроном», что соответствовало 63,3% от общего числа размещенных в акционерном обществе. 26 сентября 1999 г. общее собрание акционеров ОАО «Центральный Гастроном» избрало гражданина В.Н. Ежова новым генеральным директором, однако затем было решено считать собрание несостоявшимся в связи с отсутствием кворума, поскольку И.В. Литвинов на нем не присутствовал. 10 октября 1999 г. при новом голосовании В.Н. Ежов генеральным директором избран не был. Граждане В.Н. Ежов и Ю.А. Варзугина, полагая, что при определении кворума на общем собрании акционеров ОАО «Центральный Гастроном» 26 сентября 1999 г. не были учтены требования ст. 80 Федерального закона «Об акционерных обществах», регулирующей вопросы приобретения 30 или более процентов обыкновенных акций в акционерных обществах с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций более одной тысячи, обратились в Октябрьский районный суд города Мурманска с иском о признании решения от 10 октября 1999 г. недействительным. Как указано в исковом заявлении, И.В.Литвинов вопреки требованиям данной статьи не направил в ОАО «Центральный Гастроном» письменное заявление о намерении приобрести размещенные обыкновенные акции и не предложил акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества по определенной цене. Октябрьский районный суд города Мурманска в иске отказал, поскольку, как указано в его

решении от 10 февраля 2000 г., ст. 80 Федерального закона «Об акционерных обществах» распространяется на акционерные общества с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций более одной тысячи, а потому ее требования неприменимы к ОАО «Центральный Гастроном», насчитывающему 53 акционера, в связи с чем гражданин И.В.Литвинов, владеющий 63,3% акций, был вправе голосовать на общем собрании акционеров всеми принадлежащими ему акциями. Судебная коллегия по гражданским делам Мурманского областного суда оставила данное решение без изменения, а кассационную жалобу истцов без удовлетворения.

В своей жалобе в Конституционный Суд Российской Федерации граждане В.Н. Ежов и Ю.А. Вазургина просят признать ст. 80 Федерального закона «Об акционерных обществах» не соответствующей ст. 17 и 19 Конституции Российской Федерации. Неконституционность оспариваемой статьи заявители усматривают в том, что ее положения распространяются лишь на акционерные общества с числом акционеров более одной тысячи, ставя тем самым в неравные условия акционеров крупных акционерных обществ и акционеров акционерных обществ с меньшей численностью.

2. Положение ст. 19 (ч. 1) Конституции Российской Федерации «все равны перед законом и судом» означает, что при равных условиях субъекты права должны находиться в равном положении. Если же условия не являются равными, федеральный законодатель вправе установить для них различный правовой статус. Так, в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» в обществе с числом акционеров – владельцев голосующих акций менее пятидесяти устав общества может предусматривать, что функции совета директоров общества (наблюдательного совета) осуществляет общее собрание акционеров (ст. 64), в обществе с числом акционеров – владельцев голосующих акций общества более ста создается счетная комиссия (ст. 56).

Предоставление дополнительных правомочий акционерам акционерных обществ с числом владельцев обыкновенных акций более одной тысячи обусловлено необходимостью антимонопольного регулирования процессов перераспределения власти, особенно актуального в крупных по своему составу акционерных обществах, и имеет своей целью обеспечить права акционеров, как того требует ст. 35 (ч. 1) Конституции Российской Федерации, в соответствии с которой «право частной собственности охраняется законом». В целях предотвращения нарушений прав акционеров в результате концентрации акций в одних руках установлен государственный контроль за соблюдением антимонопольного законодательства, который

осуществляется в порядке, определенном Законом Российской Федерации «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках». В силу его ст. 18 юридическое или физическое лицо, намеревающееся приобрести значительное количество акций с правом голоса, при котором данное лицо может получить право распоряжаться более чем 20 процентами указанных акций, должно обратиться с ходатайством в федеральный антимонопольный орган и получить его предварительное согласие. Распространяя средства правовой защиты акционеров, предусмотренные ст. 80 Федерального закона «Об акционерных обществах», только на общества с числом акционеров свыше тысячи, законодатель исходил из того, что это необходимо, поскольку именно большое количество акционеров обуславливает меньшую вероятность их альянсов среди мелких акционеров, способных противостоять акционеру с крупным пакетом голосов, и потому должны вводиться дополнительные антимонопольные механизмы. Подобное регулирование не противоречит конституционному принципу равенства всех перед законом, тем более что акционеры акционерных обществ с числом акционеров менее одной тысячи, согласно тому же Федеральному закону, вправе включить в свой устав правила, аналогичные тому, которое содержится в оспариваемой норме (п. 3 ч. 3 ст. 11). Следовательно, конституционные права акционеров акционерных обществ, насчитывающих менее одной тысячи акционеров, ст. 80 Федерального закона «Об акционерных обществах» не нарушаются, а потому жалоба граждан В.Н. Ежова и Ю.А. Варзугиной не может быть принята Конституционным Судом Российской Федерации к рассмотрению, как не отвечающая критерию допустимости в соответствии с Федеральным конституционным законом «О Конституционном Суде Российской Федерации».

Проблемы защиты прав акционеров (прежде всего миноритарных) при слияниях и поглощениях тесно связаны с обеспечением прозрачности структуры собственности (акционерного капитала).

Принципы корпоративного управления ОЭСР (ОЭСР, 1999) рекомендуют дать рынкам корпоративного контроля возможность функционировать эффективным и прозрачным образом. Нормативные акты, регулирующие поглощения, как правило, должны быть нацелены на обеспечение равноправия акционеров в процессе перехода контроля из одних рук в другие. Другая цель этих правил состоит в том, чтобы с помощью средств противодействия поглощениям не позволить руководителям компаний, имеющих широкий круг акционеров, проводить авантюристскую, оппортунистическую политику, прикрываясь рынком поглощений.

В некоторых странах ОЭСР, как и в России, руководство компаний и владельцы контрольных пакетов акций используют корпоративные структуры, такие как группы компаний, пирамиды и соглашения между акционерами, чтобы обеспечить перераспределение контроля над компанией без соблюдения принципа пропорциональности. Как следствие, некоторые акционеры принимают на себя больший риск по сравнению с другими, хотя они и являются держателями одинаковых инструментов. Эффективный контроль и стратегическое управление основным акционером сами по себе не являются чем-то нежелательным для предприятия, тем не менее структуры собственности и контроля должны быть прозрачными в любых обстоятельствах (подробно см. ОЭСР, 2002). Поскольку внешним инвесторам, чтобы оценить свою собственную позицию и заинтересованность в акционерном финансировании, необходимо иметь возможность четко выяснить, каким образом осуществляется контроль. Кроме того, следует отметить, что в таких ситуациях, когда рынок узок, а владельцы пакетов акций представляют собой доминирующую форму контроля, может быть, имеет смысл устанавливать более жесткий режим, который в дополнение к раскрытию информации предусматривал бы активную защиту акционеров меньшинства и увеличение ответственности контрольных органов.

Один из нюансов российской ситуации состоит в том, что в России мониторинг крупных сделок по приобретению акций (соответственно крупного участия в акционерном капитале) в целях антимонопольного регулирования осуществляется с низкой эффективностью. В то же время такой мониторинг (прозрачность системы участия) не менее важен для предотвращения инсайдерских сделок в ущерб «внешним»/«мелким» акционерам, не получающим доступа (в отличие от менеджеров/крупных акционеров) к не раскрываемой публично информации об АО.

Действующие нормативные акты ФКЦБ предусматривают достаточно подробное раскрытие эмитентами информации относительно ведущих акционеров, требуя данных о любой доле в другом предприятии, превышающей 5%⁶⁸. Тем не менее существующие требования ФКЦБ касательно квартальных отчетов и информации о существенных событиях АО для рассматриваемых целей недостаточны. Закон «Об акционерных обществах» обя-

⁶⁸ См., в частности, постановления ФКЦБ России от 12 августа 1998 г. № 32 «Об утверждении положения о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг» и от 11 августа 1998 г. № 31 «Об утверждении положения о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг».

вает раскрывать такую информацию, начиная с 25%-ной доли.

Как уже отмечалось выше, контролирующие акционеры часто скрывают свою собственность, приобретая акции через одну или несколько оффшорных компаний – «почтовых ящиков» – формально не связанных с владельцем-бенефициаром. У регулирующих органов нет возможности официально идентифицировать конечных собственников (бенефициаров). Еще одним средством перераспределения контроля над акционерной собственностью, рисков и официальных прав являются соглашения между акционерами. Согласно действующим правилам, никто не обязан раскрывать сведения о такого рода соглашениях, даже если они могут нанести ущерб интересам акционеров меньшинства. Более того, не требуется и раскрытия информации о внебалансовых сделках, связанных с передачей контроля, таких, как перекрестные гарантии по задолженности между аффилированными компаниями. Это подрывает эффективность правил по сделкам с заинтересованными лицами, «инсайдерским» операциям, конфликтам интересов и антимонопольной политике. Характерной российской проблемой в этой связи является роль государства как крупного акционера множества больших акционерных обществ: управление государственными долями остается неэффективным, тогда как в странах ОЭСР наблюдается явная тенденция к использованию государственных долей в качестве инструмента обеспечения большей прозрачности механизмов корпоративного управления.

Как указывалось выше, при поглощении, предусматривающем приобретение более 30% обычных акций, российский Закон «Об акционерных обществах» требует обязательную заявку на все выпущенные в обращение акции. Детально этот механизм не разработан. Более того, это правило можно отменить путем внесения соответствующего положения в устав, и его нарушение не влечет за собой никаких санкций. Эти нормативные положения еще не прошли длительную проверку в реальных условиях, но по мере развития российского рынка поглощений они могут показать свою весьма малую эффективность (см. ОЭСР, 2002). Помимо рассмотренных выше возможных рекомендаций (в том числе с учетом мирового опыта), необходимо урегулирование таких вопросов, как:

- введение ряда правил конвертации акций (долей участия), которые должны исключить возможность «размывания», «выдавливания» и других способов злоупотребления крупными участниками своей возможностью определять условия реорганизации;
- развитие нормативного регулирования сделок с долговыми

обязательствами (в настоящее время существует возможность снижения стоимости сделки для получения контроля посредством покупки долговых обязательств и сохранения «инкогнито»).

Большое значение имеют также специфические налоговые аспекты проблемы (см. Владимирова, 1999; Саркисянц, 1998). В мировой практике поглощение компании может оказаться сделкой как подлежащей налогообложению, так и освобожденной от налогов. Если акционеры поглощаемой компании рассматриваются налоговыми органами как продавцы акций, то они должны платить налог на приращение капитала. Если же акционеров поглощаемой компании рассматривают как лиц, обменивающих старые акции на такие же новые, то ни прирост, ни потери капитала в этом варианте не принимаются во внимание.

Налоговый статус данной сделки оказывает влияние и на величину налогов, которые компания платит уже после поглощения. При признании сделки налогооблагаемой происходит переоценка активов присоединенной компании, и возникающее повышение или понижение их стоимости рассматривается как прибыль или убыток, подлежащие налогообложению. В случае признания самой сделки не подлежащей налогообложению объединенная компания рассматривается так, как если бы обе слившиеся компании существовали вместе вечно, поэтому сама сделка уже ничего не меняет в применении к ним налогового механизма.

Акционерное законодательство Франции, например, предусматривает целый ряд новаций, направленных на облегчение фузии и разделения акционерных обществ (см. Кулагин, 1997, с. 136). Тем не менее в стимулировании проведения реорганизации французских компаний главную роль сыграло не законодательство о торговых товариществах, а налоговое право. Так, закон от 12 июля 1965 г. ввел льготный режим налогообложения для сливающихся и разделяющихся фирм.

В России одной из проблем, с которой сталкивались компании при слиянии, являлась проблема двойного налогообложения акций. Налог на операции с ценными бумагами (0,8% суммы выпуска) до 1998 года взимался в большинстве случаев с вновь создаваемого АО независимо от того, каким путем оно создавалось. В итоге АО, созданное в процессе слияния «старых» АО, платило налог за одни и те же ценные бумаги дважды – при образовании АО и при их слиянии. Среди предлагавшихся новаций можно отметить: освобождение от уплаты налога номинальной суммы выпуска ценных бумаг созданного в результате слияния или присоединения АО; освобождение от

налога дополнительной эмиссии на сумму конвертации ценных бумаг присоединяемого АО в размере его уставного капитала (так как данные изменения не приводят к приросту уставных капиталов); освобождение от налога эмиссии ценных бумаг в случае консолидации или дробления ранее размещенных акций АО. Очевидно, что данные решения имеют смысл в том случае, если государство намерено проводить осознанную политику укрупнения российского бизнеса.

Согласно Закону РФ «О налоге на операции с ценными бумагами» (в редакции от 23.03.98 № 6-ФЗ), объектом обложения не являются: 1) номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерного общества, образованного в результате реорганизации в форме слияния, разделения или выделения акционерных обществ; 2) номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерного общества, конвертируемых в акции акционерного общества, к которому осуществляется присоединение, не превышающая размера уставного капитала присоединяемого акционерного общества; 3) номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерного общества при консолидации или дроблении размещенных ранее акций без изменения размера уставного капитала акционерного общества; 4) номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерного общества при конвертации размещенных ранее акций одного типа в акции другого типа без изменения размера уставного капитала акционерного общества. Редакция от 30 мая 2001 г. № 9-ФЗ внесла ряд дополнений и изменений (касательно реструктуризации задолженности, государственных ценных бумаг и др.), однако задача дальнейшей модификации данного аспекта законодательного регулирования реорганизации остается актуальной.

Наконец, защита прав различных типов акционеров остается фикцией при неэффективном правоприменении⁶⁹. Неопределенность в данных вопросах остается весомым фактором для сохранения высоких рисков корпоративного управления и инвестирования в России. Соответственно, судебная реформа (идеалом которой должен быть независимый и прозрачный суд, в котором и только в котором обвинение в полемике с защитой должно доказать необходимость тех или иных процессуальных действий, санкционируемых только судом) является в настоящее время объективным индикатором истинных намерений государственной власти в этой сфере.

⁶⁹ См. специальное исследование ИЭПП 2002 г. по проблемам правоприменения (информанта).

Заключение

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 ГК РФ, сосредоточено (в значительной мере формально) прежде всего на антимонопольных аспектах (экономическая концентрация) и отдельных вопросах прозрачности и защиты прав акционеров, которые были рассмотрены в работе. Проблемы соответствия требований 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, известны на практике, однако специальное регулирование (как, например, в ряде директив ЕС) отсутствует.

В настоящее время возникла очевидная потребность пересмотра существующего базового законодательства. Очевидно также, что такой пересмотр возможен лишь как комплексное решение – с принятием специального федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций», а также федеральных законов, вносящих поправки и изменения в Гражданский кодекс Российской Федерации, в Федеральные законы «Об акционерных обществах», «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках», подготовку новых законопроектов («Об аффилированных лицах» и др.).

Проект федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций» (подготовленный для рассмотрения в Государственной Думе РФ сотрудниками и экспертами Минэкономразвития РФ) должен быть направлен на достижение двух основных задач – прозрачности и дешевизны процесса, а также баланса интересов собственников и кредиторов. С точки зрения общих подходов необходимы прежде всего изменения по следующим направлениям:

- расширение форм реорганизации;
- обеспечение возможности комбинировать все предусмотренные формы реорганизации за исключением специально предусмотренных случаев;
- обеспечение возможности участия в реорганизации коммерческих организаций различных организационно-правовых форм;
- более развернутая правовая регламентация возможных вариантов трансформации принудительно созданных в ходе массовой приватизации ОАО в иные организационно-правовые формы;
- обеспечение защиты интересов участников реорганизуемых коммерческих организаций за счет ужесточения требований к информации о реорганизации (поглощении);
- обязательность привлечения независимого оценщика для определения рыночной стоимости акций (долей, паев), на основе которой при реорганизации должен быть определен коэффициент обмена акций (долей участия, паев) и суммы выплачиваемой компенсации;
- исключение возможности принудительной реорганизации иначе как по решению суда;
- обеспечение возможности текущей деятельности коммерческих организаций с момента принятия решения о реорганизации (ликвидации) до момента ее завершения.

С точки зрения регулирования экономической концентрации в рамках антимонопольного законодательства сохраняется немало проблем, которые должны быть урегулированы в законодательстве и в процессе регулятивной деятельности. Как показывают сложившаяся практика и данные имеющихся исследований в этой области, прежде всего, это:

- возможный пересмотр концепции самого Закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (с учетом проблем, возникших при рецепции норм законодательства ЕС);
- принятие поправок к закону о конкуренции, упрощающих процедуру антимонопольного контроля, упрощение системы рассмотрения заявок на осуществление слияний и поглощений и, в целом, введение новых правил (Кодекса) их осуществления;
- урегулирование (со стороны государства) взаимоотношений

собственников, менеджеров, кредиторов и властных структур. В правила контроля за экономической концентрацией необходимо включать возможность учета мнения о характере сделки третьих лиц;

- пересмотр слишком упрощенного значения в более чем 50% (голосующих акций, состава совета директоров, исполнительного органа, другого коллегиального органа хозяйствующего субъекта) как необходимого условия установления контроля над деятельностью хозяйствующего субъекта в антимонопольном законодательстве;
- согласование антимонопольного законодательства с корпоративным правом (в частности, согласование порогов 20% акций в антимонопольном законодательстве и 25% в корпоративном законодательстве);
- детализация и уточнение правил уведомлений антимонопольных органов при вхождении физических лиц в исполнительные органы, советы директоров (наблюдательные советы) двух и более хозяйствующих субъектов;
- четкое раскрытие в законодательстве понятия «получение лицом (группой лиц) прав, позволяющих определять условия ведения хозяйствующим субъектом его предпринимательской деятельности», которое в настоящее время может иметь широкое толкование;
- законодательное уточнение практических вопросов регулирования таких хозяйственных операций, как приобретение в собственность основных производственных средств;
- определение степени регулирования (контроля) «экономической концентрации» (в терминах антимонопольного законодательства) в контексте 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.);
- изучение возможностей введения в российское законодательство понятия «группа» (юридических лиц, взаимосвязанных компаний, коммерческих организаций и т.п.), внесение адекватных изменений в Закон «Об акционерных обществах» (в комплексе с нормами Гражданского кодекса РФ), который в

своем существующем виде ограничивает такую возможность (в частности, блокируются усилия по привлечению контролирующей компании к ответственности за действия, навязанные ею «дочерней» компании, и убытки, нанесенные таким образом миноритарным акционерам последней);

- принятие детального закона «Об аффилированных лицах», что могло бы стать важным шагом в решении вопросов, связанных с корпоративными группами и аналогичными средствами установления контроля. Целесообразно в этой связи изучение подходов к проблемам корпоративного контроля и ответственности, имеющихся в немецком законе о корпоративных группах и французском торговом праве;
- уточнение методик согласования антимонопольными органами конкретных случаев экономической концентрации (в основе которых лежит установление долей хозяйствующих субъектов (группы лиц) на рынке соответствующего товара с использованием данных Российского статистического агентства);
- внесение в закон о конкуренции ясных критериев, при выполнении которых действие, ведущее к ограничению конкуренции, может быть разрешено антимонопольными органами;
- разработка в законодательстве о контроле за концентрацией особенностей процедуры проведения проверок в различных сферах деятельности (по отраслям, для случаев горизонтальных и вертикальных слияний).

Реорганизация юридических лиц вызывает много проблем, связанных не только с контролем государственных органов за концентрацией экономической мощи и с расширением правоспособности компаний, поглощающих другие предприятия, занятые в иных сферах хозяйственной деятельности. Не менее существенные проблемы, которые должны решаться в рамках законодательства – это проблемы охраны интересов целого круга субъектов, затрагиваемых данными решениями, прежде всего кредиторов и акционеров.

Порядок реорганизации и поглощения общества должен обеспечивать интересы этих лиц и возможность осуществления ими контроля за действиями органов управления общества в процессе реорганизации и поглощения. В силу отсутствия единого кодифицированного нормативного акта о реорганизации юридических лиц, нормы, содержащие гарантии прав заинтересованных лиц при реорганизации юридических лиц, в том числе и акцио-

нерных обществ, расплывлены среди множества нормативных актов различного уровня. Подобная ситуация препятствует реализации заинтересованными лицами своих прав, а с другой стороны – затрудняет безоговорочно законное осуществление реорганизаций даже при добросовестности руководства компаний.

Целесообразны следующие новации:

- необходимо установить законодательное определение единого перечня категорий лиц, чьи права должны быть гарантированы при реорганизации общества (в качестве дополнения к ГК РФ либо в виде раздела специального закона о реорганизации);
- необходимо уточнение срока, в течение которого общество обязано исполнить требования кредиторов (закон об АО не дает ответа на данный вопрос, и, видимо, в настоящее время действуют общие правила о сроках исполнения обязательств, установленным ст. 314 ГК РФ);
- пересмотр норм ст. 60 «Гарантии прав кредиторов юридического лица при его реорганизации», согласно которым кредитор вправе потребовать прекращения или досрочного исполнения обязательства, должником по которому является реорганизуемое юридическое лицо, и возмещения убытков (необходимо предусмотреть, что суд отказывает в удовлетворении требований кредиторов, если реорганизуемая организация или ее правопреемники докажут, что в результате реорганизации опасности ненадлежащего исполнения обязательства не возникает);
- развитие и детализация правовых механизмов, обеспечивающих защиту прав миноритарных акционеров при поглощении (публичная оферта, право принятия решений, «справедливая цена» и др.);
- защита прав миноритарных акционеров, возражающих против реорганизации;
- определение условий, при которых лицо, установившее определенный порог контроля в процессе поглощения, вправе завершить консолидацию, невзирая на сопротивление менеджеров и миноритарных акционеров (аннулирование защитных механизмов, скупка остающихся акций и др.);
- введение ряда правил конвертации акций (долей участия), которые должны исключить возможность «размывания», «вы-

давливания» и других способов злоупотребления крупными участниками, имеющими возможность определять условия реорганизации;

- развитие нормативного регулирования сделок с долговыми обязательствами (в настоящее время существует возможность снижения стоимости сделки по получению контроля посредством покупки долговых обязательств и сохранения «инкогнито»);
- развитие норм (требований) раскрытия информации о процедуре слияния или поглощения;
- обеспечение оптимального уровня прозрачности структуры собственности и изменений в структуре собственности;
- совершенствование норм, регулирующих особенности эмиссии и конвертации ценных бумаг;
- дальнейшая детализация и уточнение принципов налогообложения хозяйственных операций в рамках реорганизации (внесение изменений в Закон РФ «О налоге на операции с ценными бумагами») с учетом конкретных стратегических задач государственного регулирования и существующей мировой практики стимулирования/ограничения данных процессов;
- обеспечение координации со стороны регулирующих органов (непротиворечивость ведомственных актов, единая система контроля и др.);
- обеспечение «прозрачности» судебной практики разрешения споров, возникающих в процессе слияний и поглощений.

Приложения

Приложение 1 Таблицы 1-7, график 1

Таблица 1

Матрица соответствия экономических форм реструктуризации и форм реорганизации юридического лица по Гражданскому кодексу РФ

Экономические формы реструктуризации	Реорганизация юридического лица					Создание нового юридического лица	Прекращение юридического лица
	Слияние	Присоединение	Разделение	Выделение	Преобразование		
Слияние независимых фирм	*					+	+
Слияние материнской и дочерней фирм	*					+	+
Присоединение независимых фирм		*				-	+
Присоединение дочерней фирмы		*				-	+
Разделение на независимые фирмы			*			+	+
Выделение независимой фирмы				*		+	-
Преобразование					*	+	-
Отделение дочерней фирмы от материнской						-	-
Комбинированные формы, например создание холдинга	*			*		+	-

Обозначения: * – соответствие понятий; + – происходит; — - не происходит.

Таблица 2

**Трансформация предприятий в России в 1996–2000 гг.
(обобщение данных эмпирического исследования)**

Вид трансформации	Вариант трансформации	Количество трансформаций	Количество предприятий, участвующих в трансформациях
Соединение	Слияние	174	365
	Присоединение	128	236
	Поглощение	15	18
	ИТОГО	317	619
Объединение	Независимые	18	111
	Частично зависимые	27	160
	Полностью зависимые	118	622
	ИТОГО	163	893
Рекомбинация	Совместные предприятия	31	105
	Франчайзинг	19	19
	ИТОГО	50	124
Преобразование	Преобразование	31	31
Деление	Продажа	31	107
	Разделение	1	3
	Выделение	18	105
	ИТОГО	50	215
Разъединение	Разъединение	12	43
Ликвидация	Ликвидация	89	89
	ИТОГО	716	2014

Таблица 3

**Волны слияний и поглощений в США и меры
государственного регулирования**

Волны слияний и поглощений	Основные формы	Причины в сфере государственного регулирования
На стадии роста с 1893 г. до начала спада в 1904 г. (монополистическая)	Горизонтальные слияния (тяжелая промышленность). Стремление компаний трансформироваться из региональных в национальные. «Слияния для монополии» ⁷⁰ .	Принято законодательство, запрещающее картельные соглашения.
На стадии роста с 1922 г. до 1929 г. (олигополистическая)	Вертикальные и горизонтальные слияния, приведшие к созданию олигополий (помимо тяжелой промышленности, пищевая, химическая, угледобывающая, финансовые институты). Стремление компаний усилить монополистическую мощь и расширить сегменты своего рынка.	Изменения 20-х гг. в системе коммуникаций, транспорта и технологии многих индустрий США.
На фоне роста экономики 1940–1948 гг. («волна заката»)	Третья волна горизонтальных слияний. Дружественные поглощения небольших частных компаний крупными.	Изменения в налоговом законодательстве, хотя убедительных рациональных объяснений нет.
Сер. 50-х – 1969 г. (конгломеративная волна 1967–1969 гг. в период быстрого роста)	1) Завершение эры горизонтальных слияний. Создание конгломератов на основе слияний и поглощений. Наиболее активно – автомобильная и аэрокосмическая отрасли. 2) Отход от широко распространенной (фактически основной) практики недружественного захвата контроля над Советами директоров через голосование по доверенности без покупки контролирующей доли (proxy contests, proxy fights). В середине 50-х гг. на смену голосованию по доверенности пришли тендерные предложения на покупку акций.	1) Принятие в 1950 г. акта Celler–Kefauver, который дал возможность признавать слияния, ведущие к монополистической концентрации в отрасли, противозаконными. 2) Со второй половины 50-х гг. издержки голосования существенно возросли: Комиссия по ценным бумагам США в 1955 г. изменила требования к голосованию по доверенности: стали необходимы предварительная экспертиза документов, подаваемых в комиссию перед сбором голосов, полное раскрытие имен тех, кому отдаются голоса, информирование об этом всех акционеров. С 1964 г. эти требования еще более ужесточены. В итоге вероятность успеха оспаривания действий сборщиков доверенностей в суде резко возросла.

⁷⁰ Stigler, 1950.

Таблица 3 продолжение

Волны слияний и поглощений	Основные формы	Причины в сфере государственного регулирования
1981–1989 гг.	Все известные типы слияний (горизонтальные, вертикальные, конгломеративные и др.). Все отрасли. Жесткие поглощения конгломератов и деконгломератизация (распродажа захваченных компаний по частям – bust-up takeovers). Развитие LBO (выкуп компаний в кредит)	--
90-е гг. Спад волны слияний, при некотором оживлении после 1993 г. с началом периода роста, затем после 1998 г.	Формы и отрасли аналогично предыдущей волне. Слияния с образованием конгломератов наименее популярны. Преобладает горизонтальный тип слияния как реакция на жесткую конкуренцию в условиях меняющихся рынков, неопределенность внешней среды, глобализацию экономики (например, сталелитейная промышленность, Интернет-технологии, финансовые институты).	Ожидаемое создание европейского экономического и валютного союза. В то же время заметное ужесточение законодательства и правоприменения: законодательно приняты противополотительные поправки (ограничение на использование заемных средств при поглощении), судебное преследование за сделки с инсайдерской информацией (а также усилившееся сопротивление менеджеров поглощению, рост банкротств поглощенных в ходе обратного выкупа компаний)

Таблица 4

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

Характеристика	Западное «враждебное поглощение»	Российское «враждебное поглощение»
Форма	Выстраивание пакета (до 10%) в компании-цели; открытый тендер против воли управляющих.	«Тихая» скупка; открытое предложение; приобретение долговых обязательств.
Инициатор атаки	Агрессор (его дочерняя финансовая компания или уполномоченный инвестиционный банк).	Оффшоры агрессора.
Инструмент получения контроля	Акции компании-цели.	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). 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).
Форма оплаты	Наличные; акции агрессора; иные ценные бумаги (агрессора и третьих лиц).	Наличные; векселя агрессора или принятые рынком; PRINs и IANs.
Стоимость операции	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.).
Инициаторы	Управляющие «захватчика»; инвестиционные банки (гораздо реже).	Реальные владельцы «захватчика».
Главный бенефициар	Акционеры компании-цели; управляющие «захватчика»; управляющие компании-цели.	Реальные владельцы «захватчика»; Некоторые акционеры компании-цели; Некоторые кредиторы компании-цели.

Таблица 4 продолжение

Характеристика	Западное «враждебное поглощение»	Российское «враждебное поглощение»
Перспективы компании-цели	Присоединение к компании-«захватчику»; отчуждение большей части непрофильных активов; последующая продажа.	Реструктуризация; разделение активов; возможное прекращение деятельности.
Влияние третьих лиц	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 и иных общественных институтов.

Таблица 5

Методы защиты от враждебных (жестких) поглощений

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения (<i>pre-offer defenses</i>)		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
«Отпугивание акул» 1: Разделенный совет директоров (Staggered Board).	Совет директоров корпорации-цели разделяет на три равные группы; только одна группа избирается на один год. В России: через поправки к уставу затруднена смена членов совета директоров («Газпром», «Красное Сормово» и др.).	Корпорация-покупатель оказывается лишена возможности получения контроля над компанией после приобретения контрольного пакета.
«Отпугивание акул» 2: Условие супербольшинства (Supermajority).	Устанавливает высокий процентный барьер акций, необходимых для одобрения поглощения, обычно 80–90%.	Увеличивает количество акций, необходимых корпорации-покупателю для получения контроля над компанией.
«Отпугивание акул» 3: Условие справедливой цены (Fair Price).	Заставляет корпорацию-покупателя выкупать все акции по одной цене вне зависимости от того, какая группа акционеров владеет ими. Как правило, по выполнению этого условия корпорация-цель снимает защиту супербольшинства.	Предотвращает двусторонние тендерные предложения, т.е. создание условий выкупа акций, дискриминационных по отношению к различным группам акционеров; вынуждает корпорацию-покупателя реструктурировать тендерное предложение.

Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения (<i>pre-offer defenses</i>)		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
«Ядовитые пилюли» (Poison Pills).	Между акционерами корпорации-цели распределяются специальные права («ядовитые пилюли»). В случае жесткого поглощения корпорации «ядовитые пилюли» дают акционерам корпорации-цели право приобретения дополнительных акций со значительным дисконтом или продажи своих акций корпорации-покупателю со значительной премией. В России: «форвардные» контракты на покупку акций СП «Орими-Строем»/АОЗТ «Лехтенгаз». В классическом виде (создание особого вида ценных бумаг) очень редки.	Для корпорации-покупателя проведение жесткого поглощения становится невозможным из-за возросшего объема финансовых ресурсов, необходимых для выкупа контрольного пакета акций. Может заблокировать попытки корпорации-покупателя по проведению переговоров напрямую с акционерами корпорации-цели.
«Золотые, серебряные, оловянные парашюты» (контракты на управление)	С руководством или служащими компании заключаются трудовые договоры, в которых оговариваются значительные компенсации в случае их увольнения. В России: этот метод применила кондитерская фабрика «Красный Октябрь», защищаясь в 1995 г. от поглощения «МЕНАТЕПом». Была запланирована «Газпромом» и «Роснефтью» при размещении ценных бумаг на западных рынках.	Увеличивается стоимость поглощения и снижается его инвестиционная привлекательность (в случае с «Красным Октябрем» – в три раза).
Использование различных схем участия работников в капитале компании	Такие планы обычно предусматривают, что акции компании покупаются на заемные средства. Купленные акции депонируются в качестве залога.	Голосование по эти акциям осуществляют менеджеры компании.
Рекапитализация высшего класса (Dual class recapitalization)	Между акционерами корпорации-цели распределяется новый класс акций, обладающих приоритетным правом голоса, по ним не выплачиваются дивиденды, и они не обращаются на открытом рынке. Владелец подобной акции получает право ее обмена на обыкновенную акцию.	Позволяет менеджменту корпорации-цели получить большинство голосов, не владея контрольным пакетом акций компании.

Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения (<i>pre-offer defenses</i>)		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
Защита реестра от несанкционированного доступа	Ведение реестра реестродержателем с хорошей деловой репутацией Принципиальным является постоянный анализ изменений в реестре (на предмет выявления активизации сделок с акциями).	Защищает компанию от доступа к реестру акционеров с целью быстрой скупки акций.
Санкционированные привилегированные акции (Authorization of preferred stock)	Совет директоров корпорации-цели принимает решение о создании нового класса ценных бумаг, обладающих специальными правами голоса (иногда к этому методу защиты относят «ядовитые пилюли»).	Усложняет для корпорации-покупателя процедуру получения контроля над советом директоров.
Сокращение в кумулятивном голосовании (Reduction in cumulative voting)	Ограничивает право акционеров накапливать свои голоса за определенного члена совета директоров. Количество голосов, которым обладает акционер, равно количеству принадлежащих ему обыкновенных голосующих акций умноженному на количество членов совета директоров избираемых в данном году.	Усложняет для корпорации-покупателя процедуру получения контроля над советом директоров. Акционеры корпорации-цели, не согласные с условиями жесткого поглощения их компании, получают возможность провести в совет директоров своих членов, даже не обладая контрольным пакетом акций компании. Эта защита увеличивает вероятность того, что акционерам корпорации-цели (даже в условиях когда они не обладают контрольным пакетом) удастся сохранить своего представителя на посту топ-менеджера.
Изменение места регистрации корпорации (reincorporation)	Учитывая разницу в законодательстве отдельных штатов (регионов, провинций), выбирается то место регистрации, в котором можно проще провести защитные поправки в устав и облегчить судебную защиту или где более жестким является антимонопольное законодательство.	Облегчает компании-цели организацию процедурных моментов в ходе защиты от поглощения.
Ограничение отмены поправок в уставе (lock-in amendment)	Вводятся положения, ограничивающие возможность отмены ранее принятых поправок.	Затруднение удаления из устава ранее одобренных поправок даже в случае аккумуляции «агрессором» значительного пакета акций.

Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения (<i>pre-offer defenses</i>)		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
Выкуп с использованием заемных средств	Покупка компании или ее подразделения группой частных инвесторов (в том числе менеджерами) с привлечением высокой доли заемных средств. В России: достаточно часто с использованием «карманного» банка, который выступает гарантом оплаты, аккумулируемых требований.	Акции компании, выкупаемой таким образом, больше не продаются свободно на фондовом рынке.
Создание стратегической сети (Strategic Stakes)	Обмен пакетами акций между компаниями-союзниками. В России: только краткосрочные альянсы без обмена пакетами.	Создание альянса для взаимного предотвращения нападения на одну из компаний-участниц.
Сохранение в составе компании регулируемого бизнеса	Например, сохранение в составе компании радиостанции потребует от покупателя необходимости испрашивать разрешения на сделку у уполномоченных государственных органов.	Возможность заблокировать сделку в целом посредством бюрократических проволочек.

Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано (<i>post-offer defenses</i>)	
Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Защита Пэксмена (PacMan defence)	Контрнападение на акции «захватчика». Корпорация-цель делает встречное тендерное предложение акционерам покупателя. В России: «Славнефть» приобрела незначительные пакеты акций дочерних компаний ТНК; группа «Интеррос» пыталась приобрести 49% акций ТНК на инвестконкурсе.
«Обратная» интеграционная операция	Приобретение компании-покупателя как ответ на агрессию, но с учетом возможных технологических связей. В России: «ОНЭКСИМбанк» и РАО «Норильский никель» против «Норильскгазпром»
Тяжба (Litigation)	Возбуждается судебное разбирательство против «захватчика» за нарушение антимонопольного законодательства или законодательства о ценных бумагах. В России: очень широко по любому формальному поводу, хотя более свойственно для тактики «агрессора».
Конкуренция доверенностей (proxy fight)	Борьба за доверенности акционеров для проведения необходимого решения на общем собрании или установления контроля над советом директоров. В России: попытка «ОНЭКСИМбанка» получить место в совете директоров РАО «Газпром»; управление пакетами акций «Залог-банком» в отношении Новосибирского электродного завода.

Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано (<i>post-offer defenses</i>)	
Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Слияние с «белым рыцарем» (White knight)	В качестве последней попытки защититься от поглощения можно использовать вариант объединения с дружественной компанией, которую обычно называют «белым рыцарем» (который может оказаться «серым» и провести реструктуризацию). В России: в ходе борьбы за Новокузнецкий алюминиевый завод группы компаний М.Жи вило с «Русским алюминием» – продажа 66% акций формально независимым компаниям Г.Лучанского.
«Белый сквайр» (White squire)	Модификация метода «белого рыцаря», при котором «белый сквайр» не получает контроля над корпорацией. Выкупая крупный пакет, его владелец одновременно подписывает соглашение о невмешательстве.
Соглашение о «не-поглощении» (Standstill agreement)	Заключается добровольно, когда поглощающая компания купила большой, но недостаточный для контроля совета директоров, пакет акций. Соглашение обычно предусматривает, что поглощающая компания воздержится от увеличения своей доли в поглощаемой компании в течение нескольких лет и не голосует по доверенностям других акционеров. Соглашение может сопровождаться выкупом части акций у поглощающей компании по цене выше рыночной.
Включение покупателя в финансово-технологическую цепочку	Метод приемлем тогда, когда захватчика интересует не столько контроль над предприятием, сколько участие в производственно-технологической цепи.
Предложение о выкупе/Обратный выкуп с премией (Repurchase offer/Premium buy-backs/Greenmail)	Некоторые компании делают группе инвесторов, угрожающей им захватом, предложение (чаще конфиденциальное) об обратном выкупе с премией, т.е. предложение о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную и, как правило, превышающей цену, которую уплатила за эти акции данная группа.
Реструктуризация активов	<ol style="list-style-type: none"> 1) Покупка активов, которые не понравятся захватчику или которые создадут антимонопольные проблемы. 2) Избавление от привлекательных активов (защита «терновый венец» – crown jewel defence). В России – реструктуризация РАО «Норильский никель» в форме трансферта активов в пользу «Норильской горной компании». 3) В крайнем варианте – защита «выжженная земля» – scorched earth). В России – очень распространена, но чаще всего не влияет на желание захватчика установить контроль над целью. <p>Срочная реструктуризация с целью повышения цены акций. Перекачка активов в дочерние компании. В России – очень широко.</p>

Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано (<i>post-offer defenses</i>)	
Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Реструктуризация обязательств	Выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров. Выкуп акций с премией у существующих акционеров. В России: очень широко. Обычная практика размывания с помощью дополнительной эмиссии (до 2002 г.). Использование механизма «объявленных» акций (эмиссия решением совета директоров). Обременение компании долговыми и иными обязательствами («Сургутнефтегаз» перед залоговым аукционом, инвестиционная программа при приватизации пакета акций «ЛУКОЙЛ» в 1999 г.). Выкуп долгов дочерних обществ («Славнефть» приобрела всю кредиторскую задолженность своих дочерних компаний).
PR-защита	1) Формирование имиджа компании как важной для страны (региона) 2) Информационная война против «агрессора» В России: очень широко

Методы защиты от жесткого поглощения также можно классифицировать на операционные (operating) и неоперационные (nonoperating) методы. Операционные методы защиты – это методы, требующие для своего применения изменения состава или структуры активов (пассивов) компании.

Таблица 6

**Динамика «экономической концентрации»
(сведения о рассмотренных антимонопольными органами
ходатайствах и уведомлениях при осуществлении
государственного контроля в соответствии с требованиями
ст. 17–18 закона РФ «О конкуренции и ограничении монополистической
деятельности на товарных рынках» в 1998–2000 гг.)**

			Рассмотрено заявлений		Отказано в согласии		Дано согласий	
			Всего 1=3+5	В т.ч. с иностран- ным инвестором 2=4+6	всего	в т.ч. с иностран- ным инвестором	всего	В т.ч. с иностран- ным инвесто- ром
Ст. 17	1998	ГАК	557	117	6	1	551	116
		ТУ	1928	59	58	-	1870	59
		Итого	2485	176	64	1	2421	175
	1999	МАП	531	101	2	1	531	101
		ТУ	2405	67	52	-	2353	67
		Итого	2936	168	54	1	2884	168
	2000	МАП	885	79	-	-	885	79
		ТУ	2997	104	38	-	2959	104
		Итого	3882	183	38	-	3844	183

Таблица 6 продолжение

			Рассмотрено заявлений		Отказано в согласии		Дано согласий	
			всего 1=3+5	в т.ч. с иностранным инвестором 2=4+6	всего	в т.ч. с иностранным инвестором	всего	в т.ч. с иностранным инвестором
Ст. 18	1998	ГАК	921	216	4	3	917	213
		ТУ	3496	191	67	7	3429	183
		Итого	4417	407	71	10	4346	396
	1999	МАП	1642	259	4	1	1640	259
		ТУ	5673	281	119	3	5554	278
		Итого	7315	540	123	4	7194	537
	2000	МАП	3304	490	7	2	3297	488
		ТУ	8788	357	86	-	8702	357
		Итого	12092	847	93	2	11999	845

ГАК – Государственный антимонопольный комитет России; МАП – Министерство антимонопольной политики России; ТУ – территориальные управления.

Таблица 7

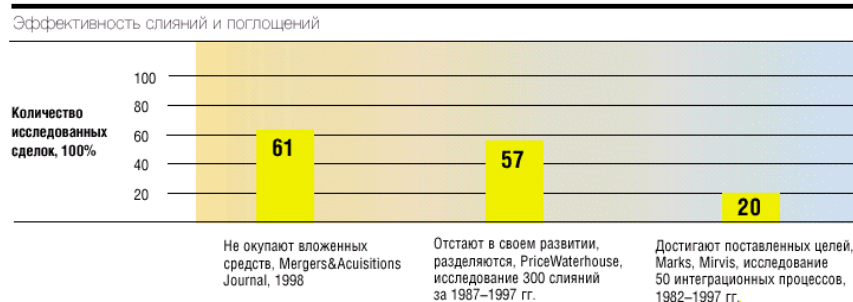
**Права акционеров в зависимости от доли
в оплаченном уставном капитале**

«Порог» участия	Права акционера
1 акция	1) Право голоса на общем собрании акционеров; 2) право на получение дивидендов по данной категории акций; 3) право на получение части имущества (адекватной стоимости) при ликвидации АО; 4) право требовать выкупа акций при определенных условиях.
1%	1) Право на ознакомление с информацией, имеющейся в реестре АО; 2) право на обращение в суд с иском к члену совета директоров АО.
2%	1) Право внести 2 предложения в повестку дня общего собрания акционеров; 2) право выдвижения кандидата в совет директоров и ревизионную комиссию.
10%	1) Право требования созыва внеочередного общего собрания акционеров; 2) право на ознакомление со списком участников общего собрания акционеров; 3) право потребовать проверки финансово-хозяйственной деятельности АО.
25%+1 акция	Право блокировать решения общего собрания акционеров по вопросам изменения устава, размещения акций (закрытая подписка, размещение обыкновенных акций через открытую подписку, если размещается более 25% ранее размещенных обыкновенных акций), реорганизации и ликвидации АО, заключения крупных сделок.

Таблица 7 продолжение

«Порог» участия	Права акционера
30%+1 акция	Право проведения общего собрания акционеров, созванного повторно (взамен несостоявшегося).
50%+1 акция	1) Право проведения общего собрания акционеров; 2) право принятия решения на общем собрании акционеров (за исключением вопросов, требующих квалифицированного большинства).
75%+1 акция	Полный контроль в АО (если «порог» для принятия решения не поднят в уставе).

График 1.



Источники Приложения 1: данные МАП РФ; Аистова, 2002; Андреева, 2001; Беленькая, 2001; Владимирова, 1999; Иванов, 2000; Леонов, 2000; Львов и др., 2000; Рудык, 2000; Рудык, 2001; Рудык, Семенкова, 2000; Чиркова, 1999, гл. 9; Berkovitch, Narayanan, 1993; Herzel, Shepro, 1990; Ruback, 1986.

Приложение 2. Система защиты от враждебных действий

В качестве примера можно рассмотреть поэтапное выстраивание системы защиты от враждебных действий конкурентов в холдинге «Сибнефть»⁷¹.

АО «Сибнефть» было создано в 1995 г., однако приватизация АО как холдинга завершилась в 1997 г. с консолидацией порядка 90% акций холдинга у «группы акционеров». С этого момента фактически начались защитные действия новых владельцев (если абстрагироваться от методов «защиты» их интересов при приватизации), прежде всего направленные на установление контроля за финансовыми потоками (центрами прибыли, традиционно отделенными от собственности).

1) Наведение порядка с выпусками ценных бумаг дочерними АО (т.е. формальное «закрытие» приватизации путем регистрации отчета о выпуске ценных бумаг). Практика пересмотра итогов приватизации затрагивала прежде всего те АО, которые не зарегистрировали первый (приватизационный) выпуск или он был зарегистрирован, но прошло менее 1 года (Закон «О защите законных прав и интересов инвесторов» в 1999 г. установил срок исковой давности по отношению к выпускам ценных бумаг в 1 год). При этом любые корпоративные действия (дополнительная эмиссия, увеличение номинала за счет переоценки, конвертация и т.д.) создают некий запас прочности с точки зрения исков по отношению к первому выпуску.

2) Создание команды как минимум из трех человек, которые соответственно специализируются на корпоративном управлении, финансах и маркетинге (отслеживание всех товарных путей внутри купленного АО).

3) Инвентаризация и создание реестра собственности. Отсутствие последнего ограничивает корпоративный маневр, в частности реорганизации

⁷¹ Использован достаточно откровенный материал начальника отдела ценных бумаг АО «Сибнефть» (Тужилин, 2001). Очевидно, что за рамками данного описания остаются такие типичные для многих крупных холдингов специфические проблемы, как лоббирование остаточных приватизационных сделок (их «защита» от конкурентов), урегулирование легальными и иными методами проблем с прежним менеджментом дочерних компаний (прежде всего вывод активов), региональными властями и криминальными структурами и др. Что касается дополнительных эмиссий, размывающих доли прочих акционеров, то оценка ситуации со всей очевидностью зависит от позиции конкретной заинтересованной стороны.

путем присоединения дочерних обществ. Так, для проведения реорганизации необходимо осуществить перерегистрацию активов или своих прав на активы с одного общества на другое, но сделать это возможно только в том случае, если все права (на землю, здания, оборудование и т.д.) четко закреплены. Вместе с тем в планах приватизации многие активы очень часто отсутствовали, и в настоящее время достаточно трудно зарегистрировать имущество, которое на различных правах принадлежало обществу, но не было закреплено в инвентарных карточках⁷².

4) Вексельные программы дочерних обществ. Вывод значительной части активов АО посредством выпуска векселей на практике осуществить значительно проще, чем через эмиссию акций или облигаций. Если выпуск эмиссионных ценных бумаг является публичным событием, требующим законодательно установленных процедур, то выпуск векселей фактически не контролируется (не регистрируется, хотя такие попытки со стороны Банка России имели место в 90-е гг.). Соответственно, подход к дочерним АО должен состоять в том, что они не имеют своих вексельных программ, но участвуют в вексельных программах холдинга или находятся по стопроцентным контролем последнего.

5) Логика строительства вертикально интегрированного нефтяного холдинга полного цикла – от геологоразведки до распределения продуктов (что является редкостью в США и Европе) обосновывается, во-первых, наличием еще советских жестких интеграционных связей, во-вторых, сохранением конкуренции между несколькими структурами такого типа, в-третьих, необходимостью создания прибыльного холдинга. Прибыльность, в свою очередь, является оптимальным способом обеспечения экономической независимости от возможных враждебных действий по отношению к компании.

В этой системе возникает позитивное отношение к процессингу и толлингу, которые исключают возможность неподконтрольных менеджменту холдинга действий на уровне заводов и добывающих компаний, а также обеспечивают «оптимизацию» налогов и доходов холдинга.

6) Увеличение долей в дочерних компаниях. Одним из важных инструментов стало постановление правительства 1997 г. № 254, разрешающее реструктуризацию задолженности путем выпуска контрольного пакета ак-

⁷² С аналогичной проблемой столкнулись, например, ТНК при реорганизации холдинга, РАО «ЕЭС России» при инвентаризации имущества (прав собственности) АО-энерго.

ций или трехлетнего выпуска облигаций. Разрешение на выпуск дополнительной эмиссии позволяло увеличить долю в дочерних компаниях. Например, «Сибнефть» провела дополнительную эмиссию в «Ноябрьскнефтегаз» на основании погашения недоимки в федеральный бюджет 1,8 трлн руб. По сути, было произведено размывание долей миноритарных акционеров. После падения фондового рынка в процессе разворачивания кризиса холдинг выкупил более 20% акций у «Объединенного банка», который выступал первичным покупателем акций указанной дополнительной эмиссии.

С точки зрения общих тенденций важно не только то, что скупка акций дочерних компаний и консолидация порядка 2/3 акционерного капитала характерны для всех нефтяных холдингов, но и то, что этот порог является преддверием перехода на единую акцию. Это было необходимо как для проведения изменений в устав, так и для достижения стартовой позиции (51%) по Указу № 1403.

7) Финансовая отчетность. Вопрос о консолидированной отчетности по стандартам GAAP ставился в 1997 г. Такой переход рассматривался владельцами как не только предпосылка для выхода на западные рынки, но и как способ ужесточения контроля менеджмента и собственного предприятия⁷³.

8) Листинг на бирже. Общая стратегия после 1997 г. сводилась к тому, чтобы повышать ликвидность акций холдинга на рынке (несмотря на минимальный free flow – количество свободно торгуемых бумаг) и снижать ликвидность/выводить с рынка акции дочерних компаний. Этим достигались две цели: разворот инвесторов к акциям холдинга и рост капитализации холдинга (в том числе, для этого выпускались еврооблигации); защита дочерних компаний от враждебного поглощения заметно затрудняется при низкой ликвидности акций дочерних компаний.

9) Управляющая компания. В 1998 г. функции единоличного исполнительного органа (генеральных директоров) дочерних компаний были переданы АО «Сибнефть». Данное решение рассматривалось как не самая рациональная защитная мера. С точки зрения холдинга, специализированная фирма – управляющая компания является более предпочтительной для выполнения функций внешнего управления. Это связано с тем, что, во-первых, возможны сделки заинтересованности, во-вторых, внешние управляющие

⁷³ «Золотое правило: если аудитор при анализе предприятий не находит никаких нарушений и воровства на уровне менеджмента, значит он плохо искал» (Op. cit., с. 20).

позволяют проводить решения и нести за них ответственность, которые невозможны в рамках холдинга, в-третьих, достаточно 51% для проведения такого решения. Такую схему, тем не менее, удалось реализовать только в 2001 г.

10) Опыт борьбы с корпоративным шантажом и дальнейшая консолидация акций. В 1998 г. (после дополнительной эмиссии 1997 г., размывшей доли миноритариев) холдинг вступил в борьбу с владельцем пакета более 20% акций «Ноябрьнефтегаз» К. Дарт. Очевидная позиция холдинга состояла в том, что все иски Дарта представляют собой тривиальный «greenmail», направленный на получение премии к цене пакета.

В этом контексте интересно защитное (в данном случае для «Сибнефти») действие нормы российского антимонопольного законодательства о контроле сделок, объектом которых является более 20% акций. Так, Антимонопольный комитет направлял запрос в CSFB на предмет подтверждения владения Дартом 20% акций. Такое подтверждение означало бы в данном случае нарушение антимонопольного законодательства, и CSFB заявил об утрате баз данных за август 1997 г. и невозможности представить выписку.

В 1997–1998 гг. всем акционерам дочерних обществ «Сибнефти» была разослана оферта – предложение обменять акции, принадлежащие дочерним компаниям, на акции головной компании (с некоторой доработкой затем использована «ЮКОСом»). Удобство такой формы состояло в том, что в случае оферты не вставал вопрос об оценке акций и об условиях, в которых действует холдинг (по сути, это предложение одного акционера другому обменять его акции). Такой обмен позволял без допэмиссии и дополнительных затрат поменять акции холдинга на акции дочерних компаний и увеличить долю холдинга в дочерних компаниях. Приемлемость для акционеров зависела от реальности условий или вынужденности такого шага.

Данная стратегия рассматривалась как часть корпоративной борьбы с Дартом. Суд по иску и жесткие переговоры с Дартом по поводу обмена пакетов проходили в ситуации, когда была высока вероятность отказа в регистрации дополнительных эмиссий «Сибнефти», связанных с обменом, со стороны ФКЦБ РФ. Это и произошло в июле 1998 г. Однако, уже в невыгодной для Дарта (в условиях общих его потерь в России) ситуации финансового кризиса осенью 1998 г., регистрация эмиссии произошла. При этом, по версии «Сибнефти», никакой доплаты за обмен Дарт не получил, произведя обмен за два дня до его окончания на предложенных условиях. Это несколько противоречит утверждению «Сибнефти», что наибольшие потери понесли миноритарные российские акционеры, получившие в декабре 1998 –

январе 1999 г. существенно меньший капитал, нежели при возможном обмене до августа 1998 г.

11) Единая акция. Как было показано выше, путь к единой акции состоял из нескольких этапов:

- скупка без увеличения ликвидности и цены акций дочерних компаний,
- обмен акций на акции холдинга за счет дополнительной эмиссии,
- обмен в рамках оферты,
- консолидация акций дочерних компаний.

Переход на единую акцию связан с тем, что без него невозможно повышение капитализации холдинга⁷⁴, а акции дочерних компаний останутся затратными владениями (миноритарии внутри общества являются не инвесторами, а только собственниками). Значительный рост капитализации «Сибнефти» в 1999 г. связывается как с обменом акций, так и с запуском программы ADR 1-го уровня.

Завершающим этапом стала консолидация акций компании (хотя еще осенью 2000 г. ФКЦБ заявляла о неприемлемости существующей практики консолидации, направленной на вытеснение «чужих» акционеров). 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 является способом трансформации миноритарных акционеров в кредиторов (через предложение о выкупе дробных пакетов). В декабре 2000 г. решение о консолидации акций было 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 активами.

⁷⁴ Без этого «холдинг – это столы, стулья и финансовые потоки» (Op. cit., с. 21).

В целом необходимо заметить, что в 2000 г. 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». К началу 2001 года «Сибнефть» консолидирована почти полностью, а НК «ЛУКОЙЛ» и «Сургутнефтегаз» смогли осуществить эту процедуру только с частью дочерних компаний. 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.

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

Источники

Аистова М.Д. (2002): Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям. М., Альпина, 2002.

Андреева Т. (2001): Организационные аспекты слияний и поглощений: западный опыт и российские реалии // Экономические стратегии, 2001, № 5–6 и www.altrc.ru.

Беленькая О. (2001): Анализ корпоративных слияний и поглощений // Управление компанией, 2001, № 2 и http://www.executive.ru/publications/aspects/article_927/.

Бендукидзе К. (2001): Вертикальная интеграция работает только на несовершенных рынках // Эксперт, 2001, № 1–2. С. 32–33.

Блейк Э., Ф. Леви (1998): Мифы о реструктуризации в России // Рынок ценных бумаг, 1998, № 6. С. 24–27.

Брейли Р., С. Майерс (1997): Принципы корпоративных финансов. М., ОЛИМП-БИЗНЕС, 1997.

Варламова А.Н. (2000): Правовое регулирование конкуренции в России. М., ЮрИнфоР, 2000.

Владимирова И. (1999): Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом, 1999, № 1.

Волков А., Привалов А. (2001): А ну-ка, отними! // Эксперт, 2001, № 1–2. С. 28–29.

Ганеев Р.Ф. (2002): Реорганизация акционерных обществ // Электронный журнал www.pofconsult.ru.

Грэй Ч. В., Р. Дж. Хэнсон (1994): Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран // Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.3.

Законопроекты (2001): Проекты Федерального закона «О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций» и Федерального закона «О внесении и изменений и дополнений в Гражданский кодекс Российской Федерации», в Федеральный закон «Об акционерных обществах», в Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью», в Федеральный закон «О производственных кооперативах» и в Федеральный закон «О государственной регистрации юридических лиц». Пояснительная запис-

ка. Подготовлены сотрудниками и экспертами Министерства экономического развития и торговли, ноябрь 2001.

Звоненко Д. П. (1998): Реорганизация акционерного общества: права заинтересованных лиц // Финансовая Россия, № 31–33.

Иванов Ю. (2001): Слияния, поглощения и разделение компаний. М.: Альпина, 2001.

Камстра М. (1998): Макроэкономические факторы интеграции компаний // Эксперт, 1998, № 46. С. 24.

Кобяков А. (1997): Капитализм в стиле вестерн // Эксперт, 1997, № 49. С. 78–79.

«Коммерсантъ» (2000): Реструктуризация компаний, альянсы, слияния, поглощения. Материалы конференции. М., октябрь 2000.

«Коммерсантъ» (2001): Успешная реструктуризация предприятий. Проблемы и практика решений. М., октябрь 2001.

Кулагин М. И. (1997): Избранные труды. М.: Статут, 1997.

Леонов Р. (2000): «Враждебные поглощения» в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики // Рынок ценных бумаг, 2000, № 24. С. 35–39.

Львов Ю.А., Русинов В. М., Саулин А. Д., Страхова О.А. (2000): Управление акционерным обществом в России. М.: Новости, 2000.

Ляпина С. (1998): Слияния и поглощения – признак развитой рыночной экономики // Рынок ценных бумаг, 1998, № 8. С. 17–20.

ОЭСР (1999): Принципы корпоративного управления ОЭСР.

ОЭСР (2002): Белая книга по вопросам корпоративного управления в России. Париж, 2002.

Радыгин А. (2001): Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе: некоторые новые тенденции // Вопросы экономики, 2001, № 5. С. 26–45.

Радыгин А., Сидоров И. (2000): Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? // Вопросы экономики, 2000, № 5. С. 45–61.

Рубченко М. (2001): А ведь предупреждали! // Эксперт, 2001, № 25. С. 36–37.

Рубченко М. (2002): Прорабы реформы // Эксперт, 2002, № 4. С. 32.

Рудык Н. (2000): Мотивы слияний и жестких поглощений // Вестник НАУФОР, 2000, № 5. С. 38–42; № 6. С. 40–43.

Рудык Н. (2001): Защита от жесткого поглощения – [http://www. brcorporation.ru/Finance/002.h tm#5](http://www.brcorporation.ru/Finance/002.htm#5).

Рудык Н.Б., Семенова Е. В. (2000): Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика, 2000.

РЦБ (2001): Враждебные поглощения. Материалы специального семинара журнала «Рынок ценных бумаг» и компании «ИнтерФинанс АВ» // Рынок ценных бумаг, 2001, № 11. С. 8–17.

Савицкий К., Покровский В. (2000): Мир слияний и поглощений // Рынок ценных бумаг, 2000, № 19. С. 54–56.

Саркисянц А. (1998): Слияние, банкротство и фондовый рынок // Деловой экспресс, 1998, № 13. С. 7.

Толковый словарь терминов по корпоративным отношениям и ценным бумагам. М.: Московский общественный комитет по правам акционеров, 1994.

Тужилин А. (2001): Создание в группе компаний системы защиты от враждебных действий конкурентов // Рынок ценных бумаг, 2001, № 11. С. 18–21.

Хмыз О. (2002): Инвестиционные стратегии многонациональных корпораций // Управление компанией, 2002, № 1. С. 65–70.

Храброва И.А. (2000): Корпоративное управление: вопросы интеграции. М.: Альпина, 2000.

Чиркова Е.В. (1999): Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: ОЛИМП-БИЗНЕС, 1999.

Altman E., J. Bencivenga (1995): A Yield Premium Model for the High Yield Debt Market. «Financial Analysts Journal». September-October. P. 49–56.

Andrade G., M. Mitchell, E. Stafford (2001): New Evidence and Perspectives on Mergers. «Journal of Economic Perspectives». Vol. 15, May.

Andrade G., S. Kaplan (1998): How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from High Leveraged Transactions That Became Distressed. «Journal of Finance». Vol. 53, October. P. 1443–1494.

Asch P. (1970): Economic Theory and the Antitrust Dilemma. New York: Wiley.

Asquith D. (1988): Evidence on Theories of Volume, Bid-Ask Spreads, and Return Premia Among NASDAQ Targets of Tender Offer Bids. University of California, Los Angeles.

Barron's (1985): Dictionary of Financial and Investment Terms. 3d ed.

Baums T. (1994): Corporate Governance in Germany – System and Recent Developments. I: Aspects of Corporate Governance. Ed. by M. Isaksson, R. Skag. Juristförlaget Stockholm, 1994.

Bebchuk L., A. Ferrel (1999): Federalism and Takeover Law: the Race to Protect Managers from Takeovers. NBER Working Paper, № 7232. Cambridge, Mass.

Berger P., E. Ofek (1996): Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms. «Journal of Finance». Vol. 51. P. 1175–1200.

Berkovitch E., M. Narayanan (1993): Motives for takeovers: An empirical investigation. In: «Journal of Financial and Quantitative Analysis», 1993, 28. P. 347–362.

Berkovitch E., N. Narayanan (1993): Motives for Takeovers. An Empirical Investigation. «Journal of Financial and Quantitative Analysis». Vol. 28, September. P. 347–362.

Bhagat S., A. Shleifer, R. Vishny (1990): Hostile Takeovers in the 1980's: the Return to Corporate Specialization. «Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics». P. 1–72.

Biddle G., R. Bowen, J. Wallace (1999): Evidence on EVA. «Journal of Applied Corporate Finance». Vol. 12, Summer. P. 69–91.

Black B., J. Grundfest (1988): Shareholder Goings from Takeovers and Restructurings between 1981 and 1986: \$ 162 Billion is a Lot of Money. «Journal of Applied Corporate Finance». Vol. 1, Spring. P. 5–15.

Blair M., M. Scharj (1992): Industry-Level Pressures to Restructure. Brookings Discussion Papers, № 92–3. Washington.

Bolton P., E.-L. von Thadden (1998): Block, Liquidity and Corporate Governance. «Journal of Finance». Vol. 53. P. 1–25.

Bradley M., A. Desai, E. Kim (1983): The Rationale Behind Interfirm Tender Offers Information or Synergy? «Journal of Financial Economics». Vol. 10. P. 183–206.

Bradley M., A. Desai, E. Kim (1988): Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. «Journal of Financial Economics». Vol. 21. P. 3–40.

Charkham J. (1994): Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. Oxford: Clarendon Press.

Chen A., L. Merville (1986): An Analysis of Divestiture Effects Resulting from Deregulation. «Journal of Finance». Vol. 41. P. 997–1010.

Chung K., F. Weston (1982): Diversification and Mergers in a Strategic Long-Range-Planning Framework. In: *Mergers and Acquisitions*. Ed. by M. Keenan, L. White. Lexington: D.C. Heath.

Coffee J.C. (1988): *Shareholders Versus Managers*. Oxford University Press.

Cohler C. (1987): The New Economics and the Antitrust Policy. «*The Antitrust Bulletin*». Vol. 32. P. 401–414.

Comment R., G. Jarrel (1987): Two-Tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free-Riding Shareholder. «*Journal of Financial Economics*». Vol. 19. P. 283–310.

Comment R., G. Jarrel (1995): Corporate Focus, Stock Returns and the Market for Corporate Control. «*Journal of Financial Economics*». Vol. 37. P. 67–88.

Copeland T., E. Lemgruber, D. Mayers (1987): Corporate Spinoffs: Multiple Announcement and Ex-Date Abnormal Performance. In: *Modern Finance and Industrial Economics*. Ed. by T. Copeland. New York: B. Blackwell.

Corton G., M. Kahl (1999): Blockholder Identity Equity Ownership Structures, and Hostile Takeovers. NBER Working Paper, № 7123. Cambridge, Mass.

De Angelo A., L. De Angelo, E. Rice (1984): Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth. «*Journal of Law and Economics*». P. 367–401.

De Young R. (1997): Bank Mergers, X-Efficiency, and the Market for Corporate Control. «*Managerial Finance*». Vol. 23, № 1. P. 32–47.

Dietrich J., E. Sorensen (1984): An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Targets. «*Journal of Business Research*». P. 393–402.

Ericson R. (1998): Restructuring in Transition: Concept and Measurement. *Comparative Economic Studies*, 40. P. 103–108.

Fama E. (1970): Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. «*Journal of Finance*». Vol. 25. P. 383–417.

Fama E. (1980): Agency Problems and the Theory of Firms. «*Journal of Political Economy*». Vol. 88. P. 288–307.

Fama E. (1991): Efficient Capital Markets II. «*Journal of Finance*». Vol. 46. P. 1575–1617.

Franks J., C. Mayer (1998): *Ownership and Control of German Corporations*. London Business School Working Paper.

Gershenkron A. (1962): *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.

Giliberto S., N. Varaiya (1989): The Winner's Curse and Bidder Competition in Acquisitions: Evidence from Failed Bank Auctions. «Journal of Finance». Vol. 44. P. 59–75.

Gompers P., A. Metrick (2001): Institutional Investors and Equity Prices. «Quarterly Journal of Economics». Vol. 66.

Grossman S., O. Hart (1980): Takeover Bids, the Free – Rider Problem, and the Theory of Corporation. «Bell Journal of Economics». P. 42–64.

Hall B., J. Liebman (2000): The Taxation of Executive Compensation. NBER Working Paper.

Harford J. (1999): Corporate Cash Reserves and Acquisitions. «Journal of Finance». Vol. 54.

Hasbrouck J. (1985): The Characteristics of Takeover Targets. «Journal of Banking and Finance». Vol. 9, №3. P. 351–362.

Healey P., K. Palepu, R. Ruback (1990): Does Corporate Governance Improve After Mergers? «Journal of Financial Economics». Vol. 31. P. 135–176.

Herzel L., R. Shepro (1990): Bidders and Targets: Mergers and Acquisitions in the U.S. Basil Blackwell, Cambridge, Mass., 1990.

Hite G., M. Vetsuypens (1988): Management Buyouts of Divisions and Shareholder Wealth. Columbia University, New York.

Holderness C., D. Sheehan (1985): Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors. «Journal of Financial Economics». Vol. 14. P. 555–579.

Holmström B. (1989): Agency Costs and Innovation. «Journal of Economic Behavior and Organization». Vol. 12.

Holmström B., J. Tirole (1993): Market Liquidity and Performance Monitoring «Journal of Political Economy». Vol. 101. P. 678–709.

Holmström B., S. Kaplan (2001): Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980's and 1990's. NBER Working Paper, № 8220. Cambridge, Mass.

Holthausen R., D. Larker (1996): The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts. «Journal of Financial Economics». Vol. 42. P. 293–332.

Jain P. (1985): The Effect of Voluntary Sell-Off Announcements on Shareholder Wealth. «Journal of Finance». Vol. 40. P. 209–224.

Jarrel G., J. Brickley, J. Netter (1988): The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence Since 1980. «Journal of Economic Perspectives». Vol. 2. P. 49–68.

Jegadeesh N., S. Titman (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. «Journal of Finance». Vol. 48. P. 65-91.

- Jensen M. (1984): Takeovers: Folklore and Science. «Harvard Business Review». P. 109–121.
- Jensen M. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. «American Economic Review». P. 323–329.
- Jensen M. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences. «Journal of Economic Perspectives». P. 21–48.
- Jensen M. (1989): Eclipse of the Public Corporation. «Harvard Business Review». P. 60–70.
- Jensen M. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. «Journal of Finance». Vol. 48. P. 831–880.
- Jensen M., K. Murphy (1990): Performance Pay and Top Management Incentives. «Journal of Political Economy». Vol. 98. P. 225–264.
- Jensen M., R. Ruback (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. «Journal of Financial Economics». Vol. 11. P. 5–50.
- Jensen M., W. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. «Journal of Financial Economics». Vol. 3. P. 305–360.
- Jovanovich B., P. Rousseau (2002): The Q-Theory of Mergers. NBER Working Paper, № 8740. Cambridge, Mass.
- Kaplan S. (1989): The Effects of Management Buyouts on Operations and Value. «Journal of Financial Economics». Vol. 24. P. 217–254.
- Kaplan S. (1991): The Staying Power of Leveraged Buyouts. «Journal of Financial Economics». Vol. 27. P. 287–314.
- Kaplan S., J. Stein (1993): The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980's. «Quarterly Journal of Economics». Vol. 108. P. 313–357.
- Kleiman R. (1988): The Shareholder Gains from Leveraged Cash-Outs: Some Preliminary Evidence. «Journal of Applied Corporate Finance». Vol. 1. P. 46–53.
- Klein B., R. Crawford, A. Alchian (1978): Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. «Journal of Law and Economics». Vol. 21. P. 297–326.
- Kose J., E. Ofek (1995): Asset Sales and Increase in Focus. «Journal of Financial Economics». Vol. 37. P. 105–126.
- KPMG (1999): Unlocking shareholder value. The keys to success. Mergers & Acquisitions a global research report 1999. KPMG.
- La Porta R., F. Lopes de Silanes, A. Shleifer, A. Vishny (1997): Legal Determinants of External Finance. «Journal of Finance». P. 1131–1180.

- Lamont O., C. Polk (2002): Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks. «Journal of Financial Economics». Vol. 63. P. 51–77.
- Lehn K., A. Poulsen (1988): Leveraged Buyouts: Wealth Created or Wealth Redistributed? In: Public Policy towards Corporate Takeovers. Ed. by M. Weidenbaum, K. Chilton. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.
- Levine R., N. Loyaza, T. Beck (2000): Financial Intermediary Development and Economic Growth: Causality and Causes. «Journal of Monetary Economics». Vol. 46. P. 31–77.
- Lichtenberg F. (1992): Corporate Takeovers and Productivity. MIT Press.
- Lichtenberg F., G. Pushner (1992): Ownership Structure and Corporate Performance in Japan. NBER Working Paper, № 4092. Cambridge Mass.
- Lowenstein L. (1985): Management Buyouts. «Columbia Law Review». Vol. 85. P. 730–784.
- Malatesta P. (1983): The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms. «Journal of Financial Economics». Vol. 11. P. 155–181.
- Manne H. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. «Journal of Political Economy». Vol. 73. P. 110–120.
- Manne H. (1967): Our Two Corporate Systems: Law and Economics. «Virginia Law Review». Vol. 53. P. 259–285.
- Markham J. (1955): Survey of Evidence and Findings on Mergers. In: Business Concentration and Price Policy. Princeton, NJ: NBER Princeton University Press.
- Marris R., D. Mueller (1991): Corporation, Competition and the Invisible Hand. «Journal of Economic Literature». Vol. 18. P. 32–64.
- Martin K., J. McConnel (1991): Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. «Journal of Finance». Vol. 46. P. 671–688.
- Matusaka J. (1993): Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave. «Rand Journal of Economics». Vol. 24. P. 357–379.
- Mian S., J. Rosenfeld (1993): Takeover Activity and the Long-Run Performance of Reverse Leveraged Buyouts. «Financial Management». Vol. 22. P. 46–57.
- Mikkelson W., R. Ruback (1985): An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process. «Journal of Financial Economics». Vol. 14. P. 523–553.
- Mitchell M., H. Mulherin (1996): The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity. «Journal of Financial Economics». Vol. 35. P. 193–229.

- Mitchell M., K. Lehn (1990): Do Bad Bidders Make Good Targets? «Journal of Applied Corporate Finance». Vol. 3. P. 60–69.
- Monopolkommission (1986): Gesamtwirtschaftliche Chancen und Risiken Wachsender Unternehmensgrößen. Baden-Baden: Nomos.
- Montgomery C. (1994): Corporate Diversification. «Journal of Economic Perspectives». Vol. 8. P. 163–178.
- Moody J. (1904): The Truth about the Trusts. New York: Moody Publishing Company.
- Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988): Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis. «Journal of Financial Economics». P. 293–315.
- Morck R., B. Yeng, W. Yu (2000): The Information Contents of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Price Movements? «Journal of Financial Economics». Vol. 58. P. 215–260.
- Morck R., M. Nakamura (1999): Banks and Corporate Control in Japan. «Journal of Finance». Vol. 54. P. 319–339.
- Mueller D., ed. (1980): The Determinants and Effects of Mergers. Oelgeschlager, Gunn and Hain: Cambridge.
- Müller J., R. Hochreiter (1976): Stand und Entwicklungstendenzen der Unternehmenskonzentration in der Bundesrepublik. Göttingen: Schwartz.
- Murphy K. (1985): Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. «Journal of Accounting and Economics». Vol. 11. P. 11–42.
- Muscarella C., M. Vetsuypens (1990): Efficiency and Organizational Change: A Study of Reverse LBOs. «Journal of Finance». Vol. 45. P. 1389–1414.
- Neale A. (1966): The Antitrust Laws of the United States of America. Cambridge: Cambridge University Press.
- Palepu K. (1986): Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. «Journal of Accounting and Economics». Vol. 8. P. 3–35.
- Pittman R. (1997): Competition Law in Central and East Europe: Five Years Later. 1997.
- Pound J. (1988): Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. «Journal of Financial Economics». P. 237–265.
- Radygin A. (1996): Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia. OECD: DAF/ME/EW (96)25, 1996. P. 2–79.
- Radygin A. (1999): Ownership and Control in the Russian Industry. OECD/World Bank Global Corporate Governance Forum. OECD: Paris, 1999.

- Rappaport A. (1990): The Staying Power of the Public Corporation. «Harvard Business Review». P. 96–104.
- Ravenskraft D., F. Scherer (1987): Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency. Washington: Brookings.
- Roe M. (1993): Takeover Politics. In: The Deal Decade. Ed. by M. Blair. Washington: Brookings.
- Roll R. (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. «Journal of Business». Vol. 59. P. 197–216.
- Ross S. (1977): The Determination of Financial Structure: The Incentive-Sygnalling Approach. «Bell Journal of Economics». Vol. 8. P. 23–40.
- Ruback R. (1986): An Overview of Takeover Defences. Working Paper, № 1836–86. Sloan School of Management, MIT. September. 1986. Tab. 1–2.
- Schipper K., A. Smith (1986): A Comparison of Equity Carve-Outs and Equity Offerings: Share Prices Effects and Corporate Restructuring. «Journal of Financial Economics». Vol. 15. P. 153–186.
- Schwert W. (1996): Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. «Journal of Financial Economics». Vol. 41. P. 153–192.
- Schwert W. (1999): Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder? NBER Working Paper, № 7085. Cambridge, Mass.
- Scott J. (1977): On the Theory of Conglomerate Mergers. «Journal of Finance». Vol. 32. P. 1235–1250.
- Shiller R. (1981): Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? «American Economic Review». Vol. 71. P. 421–436.
- Shiller R. (1984): Stock Prices and Social Dynamics. «Brookings Papers on Economic Activity». Vol. 2. P. 457–498.
- Shivdasani A. (1993): Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers. «Journal of Accounting and Economics». Vol. 16. P. 167–198.
- Shleifer A., L. Summers (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers. «Corporate Takeovers: Causes and Consequence». Ed. by A. Auerbach. Chicago: Chicago University Press.
- Shleifer A., R. Vishny (1986): Large Shareholders and Corporate Control. «Journal of Political Economy». Vol. 94. P. 461–488.
- Shughart W., R. Tollison (1984): The Random Character of Merger Activity. «Rand Journal of Economics». Vol. 15. P. 500–509.
- Smith A. (1990): Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts. «Journal of Financial Economics». Vol. 27. P. 143–164.

- Spruill C. (1983): *Conglomerates and the Evolution of Capitalism*. Southern Illinois University Press: Carbondale.
- Stapleton R. (1982): *Mergers, Debt Capacity, and the Valuation of Corporate Loans*. In: *Mergers and Acquisitions*. Ed. by M. Keenan, L. White, D.C. Heath: Lexington.
- Stigler G. (1950): *Monopoly and Oligopoly by Merger*. «*American Economic Review*». P. 68–96.
- Stigler G. (1950): *Monopoly and Oligopoly by Merger*. In: *American Economic Review*, 1950, Vol. 50. P. 23–34.
- Tirole J. (1999): *Corporate Governance*. CEPR Discussion Paper, № 2086. London.
- Travlos N. (1987): *Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns*. «*Journal of Finance*». Vol. 42. P. 943–963.
- Walkling R. (1985): *Predicting Tender Offer Success: a Logistic Analysis*. «*Journal of Financial and Quantitative Analysis*». P. 461–478.
- Walkling R., M. Long (1984): *Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance*. RAND. «*Journal of Economics*». P. 54–68.
- Warfield T., J. Wild, K. Wild (1995): *Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings*. «*Journal Accounting and Economics*». Vol. 20. P. 61–91.
- Weston F., K. Chung, S. Hoag (1990): *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Prentice – Hall.
- Who owns whom. United Kingdom and Republic of Ireland. Links between parent companies, their subsidiaries and associates. V., 1980. Part: UK Parents.
- You V., R. Caves, M. Smith, J. Henry (1986): *Mergers and Bidders' Wealth: Managerial and Strategic Factors*. In: *The Economics of Strategic Planning*. Ed. by L.G. Thomas. Lexington: Lexington Books.