

АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ

© 2010 А.И. Пискунов*

Ключевые слова: корпоративное управление, слияния и поглощения, недружественные поглощения, капитал, активы, акционер.

Рассматривается развитие рынка сделок слияний и поглощений в России. Приведен сравнительный анализ ключевых особенностей российского и западного корпоративного управления. Определены факторы, оказывающие влияние на специфику сделок слияний и поглощений в России. Рассматривается отечественная законодательная база рынка сделок слияний и поглощений, а также развитие сделок в форме недружественных поглощений.

Конец 90-х гг. XX - начало XXI в. ознаменовались значительным числом сделок слияний и поглощений крупных международных компаний. Эти сделки изменили сложившийся облик ведущих отраслей и национальных экономик развитых стран, прежде всего США и Западной Европы. Характерная особенность сделок слияний и поглощений заключалась в том, что корпоративные трансформации происходили на фоне глубоких перемен в производственном базисе, постепенного формирования в развитых странах новой информационной экономики и ускоряющегося процесса глобализации¹.

Сделки слияний и поглощений (международная аббревиатура - M&A) компаний имеют свои особенности в разных странах и регионах мира. В странах англосаксонской модели корпоративного управления, прежде всего в США и Великобритании, в меньшей мере в Канаде и Австралии, сделки слияний и поглощений являются обязательным элементом повседневной коммерческой практики, важнейшей составной частью традиционного механизма корпоративного контроля. В течение 1970-1992 гг. около 82% всех сделок слияний и поглощений приходилось на фирмы США, Великобритании, Канады и Австралии. Этому способствуют развитый фондовый рынок, распыленность акционерного капитала, культурные традиции и обычаи, согласно которым компания рассматривается лишь как пакет акций для собственника. Основной объем сделок совершался в США и Великобритании между сверхкрупными компаниями сильно монополизированных

отраслей, среди которых особенно выделялись телекоммуникации, финансовые и банковские услуги, средства массовой информации, фармацевтика и биотехнологии. Значительной активности компаний этих стран в сфере сделок слияний и поглощений способствовали: развитая финансовая инфраструктура, наличие большого числа инвестиционных банков и юридических фирм в Лондоне, значительное количество активно функционирующих и конкурирующих на бирже публичных компаний, положительный опыт осуществления сделок слияний и поглощений, а также успешная перестройка экономики, осуществленная в 1980-е гг.²

Рассмотрим эволюцию рынка сделок слияний и поглощений в РФ, которая определила сегодняшний уровень корпоративного управления в России³.

Первый этап - постприватизационный (с середины 1990-х гг. до кризиса 1998 г.). Для этого начального этапа типичны единичные попытки использования классических методов сделок слияний и поглощений. Если учитывать приватизационные сделки, то именно в этот период наиболее широко практикуются "поглощения через приватизацию". Данный способ был актуален как самостоятельный механизм, так и в рамках экспансии первых финансово-промышленных групп (ФПГ)⁴.

В данный период компании создавались путем разделения крупных заводов на дивизионы, выделения основных производств в самостоятельные подразделения (бизнес-единицы, или дивизионы) с приданием им статуса юридического лица. Другая часть фор-

* Пискунов Алексей Игоревич, аспирант Самарского государственного экономического университета. E-mail: piskunov@versivo.ru.

мировалась путем хаотичной покупки будущим собственником всего того, что генерирует более-менее значимый финансовый поток⁵.

Стоит отметить, что в административно-плановой экономике число типов объединений предприятий исчислялось десятком, при этом в рыночной, например, в США, их сотни⁶.

В переходной экономике России типов объединений становится более ста. Результаты приватизации сказались на разнообразии структур российских компаний. Если в административно-плановой экономике существовал критерий технологической целесообразности, в рыночной - критерий прибыльности, то критерий, которым руководствовались предприниматели, участвующие в приватизации, не является ни тем, ни другим. Субъекты ориентировались на стратегическую прибыль, на захват рынков либо на приобретение тех или иных активов⁷.

Коммерческие фирмы и финансово-коммерческие группы начали покупать промышленные предприятия, участвуя в приватизации, залоговых аукционах, конкурсах, и создавать торгово-финансово-промышленные объединения. Примеры: "Менатеп", "Альфа", "Онэксим", "Микродин", "ЛогоВАЗ"⁸.

По мнению консультантов из McKinsey&Company на ранних этапах рыночной экономики в России методика выработки стратегического подхода к сделкам слияний и поглощений почти не использовалась российскими компаниями. Общим для большинства сделок было отсутствие жесткой необходимости формировать осознанный стратегический подход к выбору объекта поглощения и его интеграции⁹.

Это обуславливалось целым рядом факторов:

- ◆ полностью оплаченные сделки были скорее исключением, чем правилом, поэтому поглощающие компании не брали на себя значительные риски, соответствующие реальной стоимости активов;

- ◆ приобретались в основном предприятия либо с "гарантированными денежными потоками", либо существенно недооцененные;

- ◆ нередко, получая контроль над предприятием, новые собственники не ставили задачу развивать его, увеличивать эффективность управления и капитализацию, а изначально нацеливались на выкачивание активов;

- ◆ экспансия часто проводилась по неэкономическим мотивам¹⁰.

Второй этап - посткризисный "бум" (с середины 1999 до 2002 г.)¹¹.

Именно в этот период наиболее явно проявились специфические причины, вызвавшие волну сделок слияний и поглощений. В силу особенностей применяемых методов некоторые аналитики предпочитают даже не использовать термин "слияния и поглощения", ограничиваясь привычным - "передел собственности". В этот период экспансия промышленных групп сочеталась с усилением процесса консолидации активов¹².

Многие диверсифицированные компании формируются, как и ранее, за счет размещения свободных денежных средств - покупаются наиболее перспективные бизнесы или просто те предприятия, которые продаются в настоящий момент. Одной из главных целей является достижение устойчивости холдинга за счет создания бизнес-портфеля, сбалансированного с точки зрения жизненных циклов различных отраслей и подверженности влиянию рыночной конъюнктуры¹³.

Большая часть вертикально интегрированных компаний была выстроена нефтяными компаниями, металлургами. Многие горизонтально интегрированные холдинги образовывались путем покупки конкурентов. Вследствие этого увеличивается доля рынков, эффект масштаба приводит к снижению удельных издержек на разработки, производство и продвижение. В результате данных изменений некоторые компании становятся монополистами национального масштаба¹⁴.

Третий этап - реорганизационный "спад" (2002 г. - 3 кв. 2008 г.)¹⁵.

Для данного этапа характерны некоторое снижение темпов экспансии сложившихся групп, завершение процессов консолидации и намечившийся переход к реструктуризации групп и юридической реорганизации¹⁶.

Четвертый этап - мировой экономический кризис (начался 3 кв. 2008 г.).

В результате мирового экономического кризиса многие компании, оказавшиеся в непростой ситуации, испытывают серьезный недостаток во внутренних финансовых ресурсах и заемных средствах, вынуждены искать новые источники финансирования. Многие компании вынуждены распродавать активы по

сниженным ценам. С каждым днем появляется все больше и больше открытых к приобретению компаний и активов¹⁷.

Прогнозируемый во второй половине 2009 г. - 2010 г. рост на рынке сделок слияний и поглощений пройдет под знаком "передела собственности", у многих игроков рынка откроются новые возможности по приобретению интересующих их активов и компаний по ценам, существенно более низким, чем в предыдущие годы¹⁸.

Характеризуя российский рынок сделок слияний и поглощений, необходимо отметить, что тенденции, наблюдаемые на похожих, но уже более сформировавшихся рынках сделок слияний и поглощений Восточной Европы, проявляются и в России. Во-первых, в России тоже уже начался межотраслевой переток капитала и крупных инвестиций из преуспевающих отраслей (нефтяной и цветной металлургии) в перспективные. Во-вторых, в операциях по сделкам слияний и поглощений все активнее участвуют иностранные инвестиционные и производственные компании¹⁹.

По сути, рынок сделок слияний и поглощений России в настоящее время разделился на две части. В одном секторе - средние и крупные компании, стратегии которых аналогичны стратегиям фирм Восточной Европы. В другом присутствуют крупные и сверхкрупные компании. Их тактика на рынке сделок слияний и поглощений обычно другая: экстенсивный рост и недружественные поглощения²⁰.

Активными участниками российской концентрации капитала в современных условиях выступают структуры, имеющие в распоряжении ресурсы административного давления на собственников. Это привело к появлению в России компаний, основной специализацией которых стали услуги по сопровождению сделок слияний и поглощений, зачастую в форме недружественных поглощений. Крупнейшими российскими компаниями-рейдерами стали "Альфа-груп", самарская группа "СОК", компания "Ринако" в структуре "Группы МДМ", компания "Нафта-Москва" и "Газпроминвестхолдинг". Компания "Альфа-Эко", изначально созданная как торговая, со временем начала заниматься классическим рейдерским бизнесом в качестве посредника в

сделках по слияниям и поглощениям. Благодаря деятельности этой компании были успешно осуществлены сделки по продаже Ачинского глиноземного комбината холдингу "Русский алюминий", Западно-Сибирского металлургического комбината - "Евразхолдингу", Таганрогского металлургического комбината - "Группе МДМ" и Коршуновского ГОК - группе "Мечел". Фирма "Ринако" "Группы МДМ" реализовала сделки по поглощению компаний "Тагмет", "Кузнецкие ферросплавы", Волгоградский тракторный завод. Другая рейдерская фирма - инвестиционная компания "Совлинк" группы "Ренова" осуществила ряд сделок, в том числе по продаже башкирского завода "Каустик", "Оренбургнефти" и "Краснодарнефтегаза". Специалисты по сделкам слияний и поглощений крупных структур заняли лидирующие позиции на рынке и уже предлагают свои услуги по реализации сделок слияний и поглощений сторонним компаниям²¹.

Важной чертой последних лет было стремление крупных российских компаний покупать компании за рубежом. Старт этому движению положили нефтяные компании, которые в 2001-2003 гг. активно приобретали перерабатывающие мощности в СНГ и Восточной Европе. Чуть позже к этим операциям приступили и другие крупные отечественные компании, среди которых прежде всего стоит отметить металлургические и телекоммуникационные. "Северсталь" приобрела пятую по масштабам производства в США металлургическую компанию "Rouge Industry" за 280 млн. долл. Новолипецкий металлургический комбинат стал владельцем завода в Дании, стальная группа "Мечел" - двух заводов в Румынии и одного в Хорватии. "Норильский никель" купил "Stillwater Mining Corp." - единственного значимого производителя платиноидов в США за 341 млн. долл.²²

На специфику сделок слияний и поглощений в России большое влияние оказали:

- ◆ особенности формирования современных российских компаний;
- ◆ существующая система корпоративного контроля;
- ◆ особенности финансовой системы;
- ◆ уровень концентрации акционерного капитала;

♦ специфика законодательства²³.

Среди ключевых особенностей сложившегося российского корпоративного управления необходимо выделить:

♦ постоянный процесс перераспределения собственности в корпорациях;

♦ слабую и нетипичную роль традиционных внешних механизмов корпоративного управления, таких как рынок ценных бумаг, банкротства;

♦ особую мотивацию части высшего руководства и крупных акционеров, заинтересованных не столько в эффективном управлении корпорацией, сколько в обеспечении личного контроля над финансовыми потоками и выводе активов компании в личную собственность;

♦ значительную долю государства в акционерном капитале наиболее крупных и финансово стабильных компаний в течение 90-х гг. XX в. и вытекающие отсюда проблемы управления контролем;

♦ федеративное устройство государства и активную роль региональных и местных властей как самостоятельного субъекта корпоративных отношений и корпоративного управления;

♦ неэффективный и (или) политизированный аспект использования административного ресурса при решении корпоративных проблем;

♦ проблему аффилированных отношений и бенефициарного владения, которая искажает реальную организационную структуру контроля собственности и финансовых потоков многих крупных компаний России²⁴.

Разнообразие и разноплановость сделок слияний и поглощений в отечественных условиях оказали влияние и на законодательную базу, позволяющую установить контроль над компаниями. Особенно это касается сферы недружественных поглощений. Корпоративные агрессоры стараются использовать практически любую нормативную уловку, чтобы добиться поставленной цели. Именно поэтому чтобы представить себе нормативную базу сделок слияний и поглощений, необходимо привести полный перечень законов и подзаконных актов²⁵.

Основные законодательные акты:

♦ Гражданский кодекс РФ²⁶;

♦ Закон об обществах с ограниченной ответственностью²⁷;

♦ Закон об акционерных обществах²⁸;

♦ Закон о государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей 2001 г.²⁹;

♦ Земельный кодекс РФ³⁰;

♦ Закон о конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках³¹;

♦ Закон о приватизации государственного и муниципального имущества 2001 г.³²;

♦ Закон о рынке ценных бумаг 1996 г.³³;

♦ Закон о защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг 1999 г.³⁴

В отличие от зарубежного опыта в России практически не встречается детальное регулирование вопросов, относящихся к установлению контроля над бизнесом. При этом стоит отметить, что в некоторых европейских государствах также отсутствует детальная регламентация корпоративных вопросов, и это ничуть не мешает развитию предпринимательских отношений. Эти страны в отличие от России обладают длительной историей формирования корпоративной культуры и глубоко разработанными неформальными правилами ведения бизнеса. Многие вещи, которые позволяют себе отечественные компании, просто немыслимы в рамках цивилизованных схем предпринимательской деятельности в этих государствах³⁵.

Таким образом, несмотря на большое количество нормативных актов, применяемых в отношении сделок слияний и поглощений, уровень правового регулирования этой сферы в России все же нельзя назвать высоким³⁶.

В заключение хотелось бы отметить, что рынок сделок слияний и поглощения компаний представляет собой повторяющиеся явления в деловом мире. Они происходят циклически и тесно связаны с резкими изменениями в мире, которые наблюдаются в периоды либо технологических прорывов, либо бурных экономических подъемов и спадов. Одним из наиболее динамично развивающихся методов развития компаний в мире является внешний рост путем проведения сделок слияний и поглощений, в связи с этим в последние годы российский рынок сделок слияний и поглощений претерпевает серьезные изменения и приобрел все черты динамично развивающегося³⁷.

¹ *Кони́на Н.Ю.* Слияния и поглощения в конкурентной борьбе международных компаний : монография. М., 2005. С. 3-4.

² Там же.

³ Там же.

⁴ Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. М., 2004. С. 23-24, 28.

⁵ *Антонов Г.Д., Иванова О.П.* Предпосылки интеграции и эволюция интеграционных структур в России // Менеджмент в России и за рубежом. 2002. № 5. С. 33-35.

⁶ Там же.

⁷ Там же.

⁸ Там же.

⁹ *Miller Jr., Edwin L.* Mergers and acquisitions: a step-by-step legal practical guide. Published by John Wiley and Sons. Inc. Hoboken. New Jersey. 2008. С. 130-132.

¹⁰ Там же.

¹¹ *Антонов Г.Д., Иванова О.П.* Указ. соч. С. 65-68.

¹² Там же.

¹³ Там же.

¹⁴ Там же.

¹⁵ *Борисов Ю.Д.* Игры в "Русский М&А". М., 2005. С. 304-307.

¹⁶ Там же.

¹⁷ Там же.

¹⁸ Там же.

¹⁹ Там же.

²⁰ *Пирогов А.Н.* Слияния и поглощения компаний: зарубежная и российская теория и практика // Менеджмент в России и за рубежом. 2001. № 5. С. 54-55.

²¹ Там же.

²² Там же.

²³ *Вагин С.Г.* Реорганизация предприятий путем слияний и поглощений. Сравнительный анализ зарубежных и российской модели // Вестн. Самар. гос. экон. ун-та. Самара. 2005. № 3. С. 103-119.

²⁴ Там же.

²⁵ *Молотников А.Е.* Слияния и поглощения. Российский опыт. М., 2007. С. 20-21.

²⁶ Парламентская газета. 2006. 21 дек.

²⁷ Российская газета. 1998. 17 февр.

²⁸ Российская газета. 1995. 29 дек.

²⁹ Парламентская газета. 2001. 14 авг.

³⁰ Парламентская газета. 2001. 30 окт.

³¹ Бюллетень нормативных актов. 1992. № 2-3.

³² Российская газета. 2002. 26 янв.

³³ Российская газета. 1996. 25 апр.

³⁴ Собрание законодательства РФ. 1999. № 10. Ст. 1163.

³⁵ См.: *Молотников А.Е.* Указ. соч. С. 22-23.

³⁶ Там же.

³⁷ Там же.

Поступила в редакцию 07.12.2009 г.