

ФОРМИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ МОДЕЛЕЙ РЕОРГАНИЗАЦИИ СТРУКТУР КОРПОРАТИВНОГО ТИПА

© 2011 А.Д. Шнайдер*

Ключевые слова: корпорация, корпоративное управление, инновация, инновационная модель, реорганизация, слияния и поглощения.

Реорганизация - это один из эффективных способов оптимизации предпринимательской деятельности. Главная задача форм преобразования деятельности компании - сохранение жизнедеятельности общества, его выживание. Реструктуризация всегда нацелена на получение новых возможностей прибыльного роста, внутреннего или внешнего. Последний же чаще всего происходит в форме слияний и поглощений (M&A). В статье рассматриваются слияния и поглощения как основной вид внешнего роста и развития корпораций во всем мире, как побудительные мотивы, результаты слияний и поглощений.

Общеизвестно, что реструктуризация - это изменение структуры чего-либо, а с точки зрения корпоративного управления (corporate governance) и применительно к корпорации - это любое крупное разовое изменение в структуре капитала или в собственности компании¹. В настоящее время специалистам в области корпоративного права и управления известно множество видов корпоративной реструктуризации, которые в зависимости от стратегии могут вести либо к укрупнению компании (слияние (mergers), дружественное (friendly takeover) и недружественное (враждебное) поглощение (hostile takeover/hostile acquisition), совместная деятельность (amalgamation), стратегический союз (strategic alliance), LBO (leveraged buyout), обратное слияние), либо к уменьшению размеров компании (разукрупнению) (рекапитализация, дивестиции (divestiture), выделение и продажа бизнес-единицы (spin-off)) или быть связанными с изменением структуры собственности - MBO (management buyout), EBO (employee buyout), ESOP (employee stock ownership plan). Большинство экспертов считают, что слияния и поглощения (mergers & acquisitions - M&A)- это общее имя для всех сделок, которые объединяет передача корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен акциями, ведущих к росту и укрупнению компании². Как и все выше перечисленные сделки, сделки M&A могут быть использованы с различными целями, как в интересах компаний

в целом, так и в интересах их совладельцев, и могут улучшить положение компании и повысить прибыльность и устойчивость, сделать бизнес более конкурентоспособным и прибыльным.

Реорганизация юридических лиц возможна в пяти основных формах - слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование.

При *слиянии* несколько юридических лиц прекращают свою деятельность, а вместо них образуется новая организация: $A + B = C$. Имущество, имущественные права и обязательства объединяемых организаций переходят к вновь созданной компании. Классическим российским примером слияния является создание Олегом Дерипаской единой структуры крупнейших деревообрабатывающих предприятий страны.

При *присоединении* одного юридического лица к другому присоединяемое юридическое лицо прекращает свою деятельность: $A + B = A$, а все свое имущество и обязательства оно передает юридическому лицу, к которому присоединилось. В российской практике среди последних сделок присоединения можно выделить поглощение самарской группой "Союз" волгоградского ЗАО "НВТИСИЗ".

При *разделении* вместо одного юридического лица образуется несколько новых юридических лиц: $A = B + C$. Реорганизованное лицо прекращает свою деятельность, а все его права и обязанности распределя-

* Шнайдер Анна Давыдовна, аспирант Самарского государственного экономического университета. E-mail: kafedra84@mail.ru.

ются между вновь созданными организациями.

При *выделении* вместо одной организации образуется одна или несколько новых: $A = A + B$. Реорганизованная организация не прекращает свою деятельность, а передает часть своих прав и обязательств выделившимся из нее предприятиям. Так ГПП “Завод имени Масленникова” весной 2004 г. выделил восемь самостоятельных акционерных обществ: ОАО НПП “ЗИМ”, ОАО “Завод полупроводниковых приборов” (ЗПП), ОАО “ЗИМ-Автотранс”, ОАО “ЗИМ-Инструмент”, ОАО “Медсанчасть ЗИМ”, ОАО “ЗИМ-Связь”, ОАО “ЗИМ-Энерго” и ОАО “ЗИМ-Станкостроитель”.

При *преобразовании* происходит изменение организационно-правовой формы организации. В результате преобразования старая организация свою деятельность прекращает, а вместо нее создается только одна новая организация, к которой переходят все права и обязанности реорганизованной организации: $A = B^3$. В качестве примера можно выделить преобразование одного из крупнейших независимых производителей газа в России ООО “Нортгаз” в ОАО.

По мнению Михаила Царева, главы финансового консультирования компании КРМГ, “часто поглощения называют слияниями, чтобы произвести хорошее впечатление на рынке, потому что поглощения не всегда положительно воспринимаются инвесторами, а слияния носят всегда дружественный характер”⁴.

Ввиду многообразия бизнес-ситуаций и динамичной внешней среды, в практической деятельности компании вынуждены использовать практически все вышеперечисленные виды реорганизаций. И вне зависимости от оснований проведения реорганизации, она представляет собой достаточно сложный процесс, предусматривающий взаимодействие всех органов управления общества, всех участников корпоративного управления и других групп стейкхолдеров. А сделки в сфере M&A, как наиболее распространенной формы реорганизации - одни из самых сложных. Необходимо одновременно учитывать экономические, юридические, бухгалтерские, налоговые, психологические и многие другие аспекты. Небольшое упущение способно

серьезно подорвать или даже разрушить бизнес, как компании - приобретателя (rider), так и компании - цели (target), и, несмотря на это - количество слияний и поглощений во всем мире растет с каждым годом в геометрической прогрессии. Современные внешние условия вынуждают компании укрупнять капитал ради более эффективного его использования и ради дальнейшего развития.

Глобализация финансовых рынков и новые стандарты информационной прозрачности приводят к появлению нового вида участников рынка - raiders (“налетчики”, “захватчики”, “рейдеры”), цель которых - агрессивная скупка недооцененных компаний с целью краткосрочного повышения ее рыночной стоимости и последующей перепродажи. При этом, как правило, компания дробится на отдельные подразделения и распродается по частям. Именно рейдеры чаще всего применяли выкуп компании с использованием долгового финансирования (выпуск “мусорных облигаций”). Отношение общества и бизнеса в этих странах к рейдерам явно неоднозначное. С одной стороны, они выполняют роль “санитаров леса”, заставляя компании повышать свою эффективность и конкурентоспособность; с другой стороны, конфликт между краткосрочными и долгосрочными целями бизнеса приводит к противоположному эффекту: компаниям приходится заботиться, прежде всего о повышении курса своих акций, повышении текущих (квартальных) прибылей (“тирания квартальных отчетов”). “Давление биржи” как реакция на событие становится важнее самого события.

В Российской практике первыми в волне слияний оказались компании сырьевых отраслей, прежде всего нефтяной и нефтеперерабатывающей промышленности. Создаваемые в начале 1990-х гг. вертикально интегрированные нефтяные компании (ВИНК) стали своеобразными пионерами в области слияний в России, являясь классическим примером вертикального типа слияний. Подобные слияния помогали решать не только производственные, финансовые, технологические задачи, но и создали предпосылки для обеспечения конкурентоспособности российских ВИНК на мировом рынке. Примером могут служить холдинги ныне разрушенного государством ЮКОСа, ЛУКОЙЛа, Сибнефти, со-

здавших единую технологическую цепочку “от скважины до бензоколонки”.

Сырьевая отрасль стала поистине одной из самых “популярных” отраслей по количеству проводимых слияний и поглощений. Это легко объяснимо в условиях того, что эта отрасль, как и другие экспортоориентированные отрасли российской промышленности, одна из немногих, которая выпускает конкурентоспособную продукцию на мировой рынок. И поэтому для нефтяных, газовых и металлургических компаний такая форма развития в настоящее время представляется наиболее перспективной - с одной стороны большое количество предприятий в этой отрасли, приватизированных в 1990-е гг., до сих пор остаются недооцененными в силу различных причин, (в том числе и из-за недостаточно качественного менеджмента), при этом они обладают большим количеством потенциально интересных активов, а с другой - у наших крупных рейдеров пока нет западных конкурентов, которые боятся высоких рисков, неопределенности, правового и административного беспредела. Но ситуация постепенно выравнивается - западные корпорации, учитывая высокий уровень рентабельности в этих секторах экономики (включая сейчас и телекоммуникационный), учатся играть в России по сложившимся у нас правилам. А у крупнейших российских корпораций кроме традиционного внутрироссийского вектора развития, явно проявляется и альтернативный вектор - все больше примеров успешных слияний и поглощений проводят они вне России, активность проведения таких сделок резко увеличилась в последние годы. Так, “Северсталь” приобрела пятую по масштабам производства в США металлургическую компанию Rouge Industry. Новолипецкий металлургический комбинат стал владельцем завода в Дании. Стальная группа “Мечел” - двух заводов в Румынии и одного в Хорватии. “Норильский никель” купил Stillwater - единственного значимого производителя платиноидов в США. Из нефтяных компаний отметился “Лукойл”, который приобрел перерабатывающие и сбытовые мощности в Сербии, сеть бензозаправок на восточном побережье США - почти 800 АЗС, работающих под торговой маркой Mobil. В результате теперь российской компании принадлежит око-

ло 8% всех заправок на восточном побережье США.

Сделки по поглощению иностранных активов российскими компаниями можно подразделить на две категории: естественные поглощения и квазипоглощения. Естественными можно считать поглощения, при которых целью сделки являются процессы, напрямую связанные с бизнесом покупателя, например, расширение ресурсной базы. К квазипоглощениям можно отнести сделки, суть которых имеет косвенное отношение к производственному процессу. В качестве примера можно привести сделки российских металлургических компаний, скупающих небольшие предприятия в Восточной Европе с целью ухода от ограничений на экспорт российского металла⁵. Подконтрольная Алишеру Усманову Gallagher Holdings стала вторым по размеру акционером компании Corus Group, которая была создана в 1999 г. путем слияния английской British Steel и голландской Hoogovens.

Бизнес в области слияний и поглощений, весьма выгоден, а потому популярен, и им занимаются многие. Доходность таких проектов может измеряться сотнями процентов годовых. Основными игроками на данном рынке являются следующие субъекты.

Финансово-промышленные группы нападают далеко не на каждую компанию-цель. Их интересуют крупные серьезные активы. Инвестиционная активность ФПГ обычно сводится к поглощению предприятий, образующих единый технологический цикл от добычи сырья до производства продукции, а также к поглощению группы предприятий входящих в одну отрасль промышленности, в целях укрупнения принадлежащего им холдинга или диверсификации уже существующего бизнеса.

Инвестиционные компании, зарабатывающие на перепродаже активов, поглощают все подряд. Для них важна лишь перспектива дальнейшей продажи активов поглощенной компании и, следовательно, общая доходность проекта. Все остальное не имеет существенного значения.

Компании-посредники, работая на заказ, могут обслуживать различных заказчиков, при этом дальнейшая судьба поглощенной компании полностью определяется заинтере-

сованным лицом. О том, какие цели преследует заказчик, сама компания-посредник может не знать.

Профессиональные гринмэйлеры наиболее изощренные и не слишком опасные. Объяснения этому лежат в их истинных целях. Им нужны отступные.

Агрессоры любители могут преследовать различные цели. Их истинные намерения понять можно только на основе анализа конкретной ситуации, поскольку деятельность, направленная на поглощение компаний-целей, для них является случайной⁶.

Недостаточная устойчивость компании подразумевает необходимость создания защитных механизмов против враждебных захватов. Подобные антизахватные механизмы влияют на максимизацию стоимости компании, являющиеся, как известно, основной целью общества со свободной рыночной экономикой.

Основной проблемой при проведении М&А является достижение эффективности слияния/поглощения, имеющей место только при увеличении благосостояния акционеров и достижении конкурентных преимуществ. На это следует обращать особое внимание, поскольку среди проводимых сделок по слияниям/поглощениям достаточно велика доля неудачных, неэффективных, приводящих впоследствии к распаду объединенной компании. Одно из самых громких банкротств последних лет, которое оказало сильное влияние на понимание целей и принципов корпоративного управления, было банкротство американской телекоммуникационной корпорации World Com. Эта компания была сформирована почти за 20 лет в результате более чем 40 поглощений. Став в итоге второй телекоммуникационной компанией США, World Com все равно обанкротился, что показывает призрачность надежд только на размер компании и долю рынка, которую она занимает.

Отличительной же чертой российских слияний и поглощений является их чрезмерная политизированность. Большинство из них выражают политические интересы либо местных администраций, либо других уровней власти, то есть о стремлении к достижению приоритетной цели в рыночной экономике - увеличению благосостояния акционеров - не

может быть и речи. Как правило, подобные сделки вообще идут вразрез с интересами акционеров⁷.

Статистика показывает, что из общего числа слияний только 30% проходит успешно, а результаты остальных таковы, что лучше бы они вообще не проводились.

Основная и общая причина сделок, где компании используют механизмы слияния и поглощения - это конкуренция, которая вынуждает активно искать инвестиционные возможности, эффективно использовать все ресурсы, снижать издержки и искать стратегии противодействия конкурентам. Расширяя свои возможности, компании создают стратегии диверсификации и реструктуризации, т.к. эффект от проведения М&А носит, скорее, долгосрочный характер, поэтому важным моментом является приоритет долгосрочных ориентиров развития над стремлением извлечения краткосрочных выгод, который должен соблюдаться руководством сливающихся компаний.

Рост числа сделок по М&А вызван тем, что сегодня в развитых экономиках ситуация постепенно улучшается. Это позволяет уже сейчас говорить, что практически все большие компании в скором времени сменят тактику и переориентируются на экспансию. Определенную роль в этом сыграют переменные на финансовых рынках. Рано или поздно процентные ставки начнут повышаться, что сделает долг менее привлекательным средством финансирования компаний. Но зато вырастет привлекательность фондового рынка: котировки растут по всему миру, включая Европу и США. При слияниях значительная часть сделки заключается на условиях обмена акциями, поэтому более высокие котировки акций означают удешевление реальной стоимости сделки для компаний, которым приходится меньше занимать на долгом рынке.

Увеличение числа сделок свидетельствует, во-первых, о растущем доверии к рынку, а во-вторых, отмечается сокращение сроков завершения крупных сделок, что свидетельствует о возросшем интересе компаний к объединению бизнесов. Однако устоявшейся практики и отлаженного законодательства в области М&А в России пока нет, а специалистов крайне мало. Сегодня практически каж-

дая компания, стремящаяся осуществить слияние или поглощение, действует как первопроходец, пытаясь на ощупь пройти весь длительный путь корпоративных преобразований, опираясь на опыт и достижения в области M&A зарубежных стран.

Несмотря на это, нельзя не учитывать и мнение некоторых авторитетных западных экспертов, в области M&A, что экономический подъем в развитых странах - главный фактор роста M&A - пока не достаточно устойчив. Бизнес и корпоративные инвестиции не готовы еще сыграть роль того локомотива роста, каким они были в 1990-х гг. И столь бурная активность на рынке M&A в самой начальной фазе роста может сослужить экономике плохую службу. Проведенное VCG исследование 277 компаний показало, что наиболее эффективным инструментом с точки зрения создания и роста стоимости являются слияния, совершаемые в период спада: слияния, совершаемые во время роста, на 15% менее эффективны, чем слияния, совершаемые в период экономического спада компании. Более того, сделки M&A, произведенные в период роста, зачастую не то что не создают новую стоимость, а уничтожают ту, что есть. Так что всплеск активности на рынке слияний и поглощений может снизить эффективность бизнеса, а значит, и ухудшить перспективы экономического роста в развитых странах⁸.

Не меньшее влияние на рынок M&A окажут и те мотивы, которые движут его участниками. Уже в прошлом году наметилась тревожащая тенденция: многие инвестиционные банки в надежде на то, что в будущем они получат преимущество при финансовом обслуживании компаний, консультировали сделки по слияниям совершенно бесплатно. Эта практика была начата инвестбанками, которые объединены с коммерческими банками, такими как Citigroup, J.P. Morgan, CSFB и др. Они могут себе позволить бесплатное консультирование, чтобы выбить конкурентов с рынка M&A, который и так был очень небольшим в прошлые годы. Однако подобная практика ставит вопросы о том, насколько добросовестно инвестбанки консультируют компании по вопросам слияний и поглощений? Ставят ли они при этом на первое место интересы клиента или же собственные инте-

рессы, например, обслуживание корпоративных счетов в будущем? Этот "бесплатный" консалтинг нарушает баланс сил на рынке - меняет привычное распределение ролей и саму суть конкуренции в инвестбизнесе. А это приводит к проблемам с корпоративным управлением и скандалам, как оно и было на Уолл-стрит в 2002 году, корпорациях Enron, Vivendis, Parmalat и др.

Однако не зависимо от этого аналитики прогнозируют, что объем рынка слияний и поглощений будет расти. На внутреннем рынке продолжается консолидация - к примеру, в металлургической и пищевой промышленности, да и иностранцев привлекают неплохие макроэкономические показатели. Российские компании накопили значительные ресурсы для крупных покупок за рубежом и на этом рынке они уже могут конкурировать с глобальными корпорациями. Ожидается, что компании будут стараться снижать затраты на приобретения, за счет заемных средств, используя в сделках свои акции и организуя партнерства вместо поглощения компаний.

Также прогнозируется повышение количества сделок, когда контрольный пакет акций выкупают менеджеры компаний. Пока, по данным аналитической компании Mergers.ru, доля таких сделок в общем объеме M&A не превышает 8,3% (около 2,05 млрд. долл.)⁹. Многие российские компании сейчас переживают реструктуризацию. Они не готовы проводить IPO или продавать акции стратегическим инвесторам, но их владельцы хотят выгодно реализовать свой бизнес и продают его своему топ-менеджменту. Примером российского МВО может быть прошлогодняя сделка по приобретению 97% акций Магнитогорского металлургического комбината высшим менеджментом компании, также получение в собственность крупного пакета акций НПО "Иркут" его руководством или выкуп пакета акций ОАО банка Менатеп СПб несколькими топ-менеджерами банка у компании ЮКОС.

Несомненное преимущество стратегии слияний и поглощений компаний по сравнению с органическим ростом (посредством накопления капитала) состоит в скорости ее осуществления. Слияния и поглощения являются средством скорейшего достижения целей роста при экспансии как внутри стра-

ны, так и за ее пределами, эта стратегия позволяет компаниям быстро приобрести портфель “экономико-географических активов”, который превратился в один из ключевых источников конкурентной мощи в условиях глобализации экономики. С точки зрения критерия времени, приобретение уже существующей компании с отлаженной маркетинго-распределительной системой предпочтительнее альтернативы, связанной с развертыванием новой подобной системы. Для новичков на данном рынке или для тех, кто еще работал в области данных технологий, именно слияния и поглощения позволяют быстро догнать конкурентов.

Несмотря на то что отмечаются большие затраты при проведении слияний и поглощений, эта стратегия как способ корпоративного роста может быть более выгодной с финансовой точки зрения, чем органический рост, когда речь идет о нематериальных активах, как то: ноу-хау, патенты, торговые марки, лицензии, имидж продуктов, результаты НИОКР.

Можно перечислить и множество других мотивов, почему компании предпочитают именно стратегию слияний и поглощений компаний по сравнению с альтернативными вариантами.

Слияния и поглощения расширяют возможности компаний. Менеджмент корпорации, формируя стратегию развития, всегда рассматривает внутренние и внешние инвес-

тиционные возможности. Внутренние инвестиции (“внутренние факторы роста”) прежде всего касаются реорганизаций и инвестиций в саму компанию, а внешние проекты связаны с приобретением новых активов и проектов. И для того, чтобы адекватно реагировать на динамично меняющуюся внешнюю среду и новые запросы рынка, компаниям следует рассматривать еще один круг возможностей, предполагающий взаимодействие с другими игроками рынка, и самим искать такие возможности, сопоставляя потенциал внутреннего роста и слияний.

¹ Корпоративные конфликты. Причины их возникновения и способы преодоления / под ред. А.С. Семенова, Ю.С. Сизова. М., 2008.

² Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М., 2004.

³ Там же.

⁴ Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. М., 2004.

⁵ Колтунов И. Сделки слияний и поглощений в России и мире // Журн. для акционеров. 2008. ц 1.

⁶ Леонов Р. Способы защиты от враждебных захватов в России // Управление компанией. 2010. ц 1.

⁷ Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом. 2008. ц 5.

⁸ Рид С.Ф., Лажу А.Р. Искусство М&А. М., 2004.

⁹ Плис М., Ульянова Н. Выставка достижений // Секрет фирмы. 2005. ц 1.

Поступила в редакцию 14.03.2011 г.