

**Финансовая академия при Правительстве
Российской Федерации**

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Дипломная работа

на тему:

«Реструктурирование компании с использованием
инструментов фондового рынка»

Выполнила:

студентка группы К5-4
Института Кредита
Игнатенко О.А.

Научный руководитель:

доц. Гусева И.А.

Консультант кафедры АИТ:

доц. Литвиненко А.Ф.

Внешний рецензент:

Москва – 2004

Содержание

<i>Введение.....</i>	<i>3</i>
<i>Глава I. Теоретические основы реструктурирования компаний.....</i>	<i>6</i>
§1. Понятие и виды реструктурирования бизнеса компании.....	6
§2. Ценные бумаги, используемые для реструктурирования бизнеса компаний.....	13
<i>Глава II. Укрупнение компании как основной вид реструктурирования бизнеса с использованием инструментов фондового рынка.....</i>	<i>25</i>
§1. Слияния и поглощения: понятие, правовые основы, виды.....	25
§2. Основные цели проведения слияний и поглощений, их преимущества и недостатки.....	35
§3. Использование информационных технологий для реализации стратегии укрупнения бизнеса.....	42
<i>Глава III. Российская практика проведения поглощений компаний.....</i>	<i>46</i>
§1. Методы передела собственности, используемые российскими промышленными компаниями.....	46
§2. Конфликт вокруг «Илим Палп Энтерпрайз» как пример корпоративных войн в России.....	67
<i>Заключение.....</i>	<i>78</i>
<i>Список литературы.....</i>	<i>82</i>

Введение

Актуальность данной темы связана с тем, что в настоящее время в условиях жесткой конкуренции, компании вынуждены искать эффективные пути развития и совершенствования своего бизнеса, повышения его стоимости.

Поэтому менеджеры, в большинстве случаев и являющиеся крупнейшими собственниками компаний, пришли к выводу, что необходимо вести постоянный анализ состояния бизнеса, выявлять на ранних стадиях проблемы в бизнесе и решать эти проблемы путем преобразований в финансовой и хозяйственной деятельности, в структуре собственности, в организационно-юридической структуре компании. Основным инструментом проведения таких преобразований и является реструктурирование бизнеса.

На современном этапе развития мирового сообщества происходит активная консолидация капитала, что выражается в ежегодном увеличении числа корпоративных слияний и поглощений в планетарном масштабе примерно на 43-45% (41).

Количество слияний и поглощений на российском корпоративном рынке также стремительно растет и будет расти дальше. Так, за 9 месяцев 2003 года совокупная стоимость сделок на российском рынке корпоративного контроля достигла 12 млрд. долларов, а число слияний и поглощений в 1,5 раза превысило прошлогодний показатель (22).

Специалисты, анализирующие деловую активность на российском рынке слияний и поглощений, отмечают, что это свидетельствует о бурном экономическом росте и выстраивании оптимальной структуры хозяйствования.

В связи с этим, на сегодняшний день абсолютно очевидным представляется то, что основным направлением реструктурирования компаний с использованием инструментов фондового рынка является проведение сделок по укрупнению их бизнеса.

Следует особо отметить, что при написании данной работы автор опирался на российский опыт реструктурирования компаний с использованием инструментов фондового рынка.

Целью данной работы является изучение процесса реструктурирования бизнеса компании с использованием инструментов рынка ценных бумаг.

Для достижения цели в ходе исследования были поставлены следующие основные задачи:

- ✓ изучить теоретические основы реструктурирования компании;
- ✓ проанализировать возможности использования инструментов фондового рынка в процессе реструктурирования бизнеса компании;
- ✓ раскрыть особенности реструктурирования бизнеса компаний в российской промышленности.

Данная работа состоит из трех глав.

В первой главе изучаются теоретические основы процесса реструктурирования компаний с использованием инструментов фондового рынка, а именно: понятие, основные виды и направления реструктурирования. Кроме того, анализируются возможности использования ценных бумаг – инструментов фондового рынка в процессе реструктурирования бизнеса компаний.

Во второй главе рассматривается процесс укрупнения компании как основной вид реструктурирования ее бизнеса в разрезе операций по слиянию и поглощению. В рамках этого, раскрываются основные мотивы, преимущества и недостатки проведения указанных сделок.

К сожалению, реструктурирование бизнеса компаний с использованием инструментов рынка ценных бумаг приобрело в российской корпоративной практике довольно уродливые формы. Это проявляется в том, что в современной России довольно трудно найти примеры цивилизованных слияний и поглощений, в которых соблюдались бы дух и буква закона.

Именно поэтому третья глава работы посвящена проблемам передела собственности в российской корпоративной практике. На реальных примерах

в ней проанализированы те методы, которые используются российскими промышленными компаниями в ходе реализации своих стратегий по враждебному поглощению.

А рассмотренный корпоративный конфликт, возникший вокруг стратегически важных активов лесопромышленного комплекса России, представляет собой яркий пример того, как в современной российской корпоративной практике выглядит механизм реструктурирования бизнеса компаний с использованием инструментов рынка ценных бумаг.

Глава I. Теоретические основы реструктурирования компании

§1. Понятие и виды реструктурирования бизнеса компании

***«Реструктуризация - это процесс без конца.
Ее надо проводить, не отставая от
изменений внешней среды, не
боясь перемен и боли»***

Nomura Research Institute

Широко используемые в настоящее время термины «реструктуризация», «реструктурирование» взяты из английского языка. Структура (от лат. structure – строение, расположение, порядок) – это совокупность устойчивых связей объекта, обеспечивающих его целостность и тождественность самому себе, то есть сохранение основных свойств при различных внешних и внутренних изменениях. В английском языке приставка «ге» означает «снова», «заново», «еще раз», «обратно», то есть термины «реструктуризация», «реструктурирование» можно понимать как изменения существующей структуры, связей объекта.

Необходимо отметить, что в экономической литературе принято отождествлять понятие «реструктурирование» и «реструктуризация» бизнеса компании.

Понятие «реструктуризация» как процесс комплексного изменения методов и условий функционирования компании в соответствии с внешними условиями рынка и стратегией ее развития вошло в российский деловой обиход относительно недавно. Однако и в эпоху строительства социализма процессы

реформирования, реорганизации, изменения методов функционирования как отдельных предприятий, так и целых отраслей народного хозяйства постоянно использовались, просто принятый в западном бизнесе термин у нас не употреблялся. Действительно, за рубежом понятие "реструктуризация" давно превратилось в образ жизнедеятельности компаний, в постоянный процесс, без которого невозможно удержаться на рынке.

В России термин «реструктуризация» стал официально употребляться с 1997 года. Когда Министерством промышленности РФ была утверждена Концепция формирования отраслевых программ реструктуризации. В этом документе не приводится понятие самого термина «реструктуризация», но определено содержание данного понятия, обоснована необходимость проведения реструктуризации.

Действительно, введение понятия «реструктуризации» было связано с развитием рыночных отношений, с введением института частной собственности в России, с необходимостью реформирования предприятий в связи с назревшими проблемами (неэффективность функционирования производственных мощностей, наличие больших задолженностей у предприятий, необходимость реструктуризации целых отраслей российской промышленности).

Существует множество определений «реструктуризации» бизнеса компании.

Одни авторы рассматривают реструктуризацию как комплексное понятие, представляющее собой совокупность основных форм реструктуризации, то есть реструктуризацию активов (имущества) и пассивов (собственного и заемного капитала) предприятия (12).

Другие авторы понимают под реструктуризацией компании изменение структуры ее учредителей (11).

Экономисты-производственники под этим термином понимают так называемую производственную реструктуризацию, подразумевающую

реструктурирование маркетинговой стратегии, организационной структуры, управления персоналом предприятия (16).

Кроме того, существует и такое определение реструктуризации – любые изменения в производственной и организационной структурах, структуре капитала, которые не являются частью повседневного делового цикла предприятия (20).

Иногда реструктуризацию отождествляют с реорганизацией компании, которая выступает в четырех основных ее формах в соответствии с Федеральным законом РФ «Об акционерных обществах».

В настоящее время реструктуризация – одно из существенных направлений деятельности практически любой компании, нацеленной на успешный бизнес, а также эффективный рыночный инструмент повышения ее стоимости и конкурентоспособности.

Основными целями реструктурирования бизнеса компании являются:

- ✓ изменение распределения собственности и контроля над деятельностью компании;
- ✓ увеличение стоимости компании;
- ✓ повышение прозрачности бизнеса и его инвестиционной привлекательности;
- ✓ активизация производственно-хозяйственной деятельности компании после смены собственника;
- ✓ достижение определенных экономических и социальных целей.

Для достижения своих стратегических целей компания может производить изменения в производственной структуре, в организационной структуре управления, в структуре собственности с распределением контроля над компанией, в структуре активов и пассивов.

Процессы реструктурирования компании можно классифицировать по нескольким признакам.

По формам реструктуризации компании выделяют:

- реструктуризацию долгов компании;

- реструктуризацию активов (имущества) компании;
- реструктуризацию акционерного капитала компании.

Реструктуризация долга компании заключается в погашении, списании, отсрочке, рассрочке, конвертации, консолидации долга, а также в покупке или продаже долговых обязательств, обмене задолженности.

Реструктуризация активов компании предполагает продажу избыточных активов, сдачу в аренду, передачу в залог части активов, приобретение имущества, изменение соотношения между реальными и финансовыми активами, ликвидацию нерентабельных активов.

Реструктуризация акционерного капитала представляет наибольший интерес, так как связана с корпоративными отношениями акционеров, то есть собственников предприятий. Реструктуризация акционерного капитала связана с изменением соотношения между количеством обыкновенных акций в составе крупных их пакетов, находящихся в собственности отдельных совладельцев компании.

По функциям выделяют пять видов реструктуризации:

- правовая (юридическое закрепление и перераспределение прав собственности и контроля);
- финансовая (изменение структуры активов, обязательств, собственного капитала);
- организационная (изменение состава и перегруппировка организационных звеньев и связей);
- управленческая (изменение форм и методов управления компанией);
- операционная (изменения в производственно-технологическом процессе и операционном цикле).

По степени воздействия на развитие компании различают:

- структурное реструктурирование (долгосрочное);
- финансовое реструктурирование (краткосрочное).

В соответствии с *финансово-экономическим состоянием хозяйствующего субъекта* можно выделить:

➤ реструктурирование нормально функционирующих предприятий. Целью данного вида реструктурирования является реализация стратегических планов, связанных с сохранением действующей компании, таких как, например, увеличение стоимости предприятия или сохранение собственности;

➤ реструктурирование компаний, находящихся в кризисной ситуации, так называемых «проблемных» компаний. Целью этого вида реструктурирования является разработка решений по реорганизации кризисных компаний, компаний-банкротов для возвращения их в состояние нормально действующей компании.

Наиболее удачная, на мой взгляд, представляется следующая классификация процессов реструктурирования.

По способам проведения реструктурирования бизнеса компании можно выделить несколько четко различающихся, но взаимосвязанных направлений реструктурирования (20):

- *реструктурирование бизнеса путем изменения масштаба компании;*
- *реструктурирование бизнеса путем влияния на собственность и корпоративный контроль;*
- *реструктурирование бизнеса путем изменения внутренней структуры функционирования компании.*

Реструктурирование бизнеса путем изменения масштаба компании является самым сложным направлением реструктурирования бизнеса компаний. Оно требует совершенного знания законодательства, умения учитывать различные интересы собственников реструктурируемой компании, находить варианты разрешения сложившихся проблем.

В рамках данного направления можно выделить два вида реструктурирования: *расширение или укрупнение* компании, а также в противоположность – *сокращение или разукрупнение* бизнеса компании.

В свою очередь каждый вид реструктурирования бизнеса подразделяется на отдельные типы.

Так, *укрупнение бизнеса* компании проводится с целью увеличения стоимости компании, диверсификации производства, занятия более высоких позиций на рынке, для повышения конкурентоспособности.

В рамках *укрупнения* бизнеса можно выделить следующие типы реструктурирования: слияние с другой компанией, поглощение одной компанией другой, приобретение активов другой компании.

В свою очередь, *разукрупнение (сокращение)* компании осуществляется с целью отделения «хороших» активов от «плохих» путем создания нового юридического лица, не обремененного долгами; разрешения конфликта интересов собственников компании; для иных целей, связанных с уходом компании от возможных производственных и финансовых проблем в будущем.

Таким образом, в рамках *разукрупнения* бизнеса компании можно выделить следующие типы реструктурирования: *разделение и выделение, создание дочерних предприятий, продажа и безвозмездная передача активов.*

Другим направлением реструктурирования бизнеса компании является *реструктурирование путем влияния на собственность и корпоративный контроль.*

Реструктуризация собственности и корпоративного контроля затрагивает интересы собственников капитала и вопросы корпоративного контроля за деятельностью компании, не прибегая к изменениям масштаба компании.

Данное направление реструктурирования распадается на следующие виды реструктуризации бизнеса:

- *изменение состава собственников;*
- *изменение структуры собственников;*
- *реструктуризация кредиторской задолженности.*

Изменение состава собственников может быть реализовано посредством следующих типов реструктурирования: преобразования, осуществления процедуры банкротства, ликвидации компании

Так, преобразование предприятия в другую организационно-правовую форму позволяет регулировать отношения собственности. Преобразовавшись в

открытое акционерное общество, компания тем самым расширяет круг потенциальных собственников и инвесторов. Кроме того, повышается инвестиционная привлекательность предприятия, а кредиторам предоставляется более серьезная гарантия исполнения обязательств.

Осуществление процедуры банкротства приводит к изменению состава собственников предприятия, при этом банкротство предприятия не является формой реорганизации. Так, в состав собственников обанкротившегося предприятия могут войти крупные кредиторы компании или стратегические инвесторы, которые помогут компании выйти из кризисного состояния.

Изменение структуры собственников компании реализуется посредством таких механизмов, как продажа, приобретение, конвертация акций.

При *реструктуризации задолженности* используются следующие способы: погашение, списание, отсрочка, рассрочка, продажа, обмен, конвертация.

Последним направлением реструктурирования бизнеса компании является *реструктуризация путем изменения внутренней структуры функционирования компании*, которая предполагает:

- *реструктуризацию организационной структуры* (перераспределение полномочий, изменение перечня функций и задач управленческих служб);
- *реструктуризацию производственной структуры* (модернизация производства, создание центров финансовой ответственности, четкое выделение основных и вспомогательных подразделений).

Вывод: В настоящее время реструктуризация – одно из существенных направлений деятельности практически любой компании, нацеленной на успешный бизнес, а также эффективный рыночный инструмент повышения ее стоимости и конкурентоспособности.

§2. Ценные бумаги, используемые для реструктурирования бизнеса компании

Реструктурирование бизнеса компаний с использованием ценных бумаг, то есть инструментов фондового рынка, стала проводиться в России с 1997 года.

Правовую основу использования ценных бумаг при реструктуризации бизнеса компаний создают Гражданский Кодекс РФ, Федеральный закон «Об акционерных обществах», Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)», Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», Закон РФ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках».

Более того, изданы специальные нормативные акты. Например, Постановление Правительства РФ «Об условиях и порядке реструктуризации задолженности организации по платежам в федеральный бюджет», Указ Президента РФ «О передаче субъектам РФ находящихся в федеральной собственности акций акционерных обществ, образованных в процессе приватизации», Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, Законы о федеральных бюджетах и другие нормативные акты.

В общем понимании использование ценных бумаг при реструктурировании компании осуществляется следующим образом.

При *реструктуризации задолженности* пакет ценных бумаг передается в счет уплаты долга данной компании. Кроме того, ценные бумаги используются для управления структурой долга.

Реструктуризация активов осуществляется путем дополнительного выпуска ценных бумаг, которые идут на цели модернизации и реконструкции имущественного комплекса компании. Кроме того, возможен расчет ценными бумагами за основные средства, новое оборудование, производственные площадки.

А реструктуризация акционерного капитала предполагает изменение удельного веса ценных бумаг – его увеличение или за счет увеличения уставного капитала, обусловленного повышением номинальной стоимости ценных бумаг, или за счет дополнительной эмиссии. Кроме этого ценные бумаги используются для изменения соотношения между количеством ценных бумаг в составе отдельных пакетов ценных бумаг.

Для целей реструктурирования бизнеса компаниями используются различные ценные бумаги: акции обыкновенные и привилегированные, облигации обыкновенные и конвертируемые, векселя, американские депозитарные расписки. Данные ценные бумаги можно назвать «инструментами» в корпоративной борьбе при реструктуризации акционерного капитала.

Необходимо остановиться подробнее на каждом из этих инструментов.

Основным инструментом фондового рынка, используемым при реструктуризации бизнеса компании, является *акция*.

Согласно Федеральному Закону РФ «О рынке ценных бумаг», *акция* является эмиссионной ценной бумагой, закрепляющей права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акция является именной ценной бумагой.

Акции бывают двух типов: обыкновенные и привилегированные. Каждый из этих типов в отдельности может быть применен в качестве инструмента корпоративной борьбы при реструктуризации акционерного капитала.

Обыкновенная акция предоставляет своему владельцу (акционеру) следующие права:

- возможность участия в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции;
- право на получение дивидендов;

- право на получение части имущества акционерного общества в случае его ликвидации.

Акции используются как способ привлечения ресурсов при образовании акционерного общества, или при увеличении его уставного капитала. Однако вследствие переходного состояния рыночной экономики России, характеризующегося продолжающимся переделом собственности и борьбой за контроль над предприятиями, акции компаний в настоящее время являются не столько инструментом привлечения средств, сколько инструментом в борьбе за контроль. В этом смысле они могут использоваться в двух вариантах:

1) в качестве инструмента достижения контроля при реструктуризации акционерного капитала: акционер, стремящийся к увеличению своей доли в компании может приобрести необходимые акции;

2) в качестве основного инструмента при слияниях и поглощениях.

В первом варианте предусматривается возможность акционера по совершению различных корпоративных действий для целей достижения контроля в компании в зависимости от количества принадлежащих ему акций.

Таким образом, посредством акции как инструмента фондового рынка происходит изменение структуры собственников компании. Для этого осуществляется продажа, приобретение и конвертация акций.

Продажа акций может осуществляться как непосредственно самими акционерами, так и собственно хозяйственным обществом в результате дополнительной эмиссии. В случае продажи акций самими акционерами меняется структура собственников, при этом изменения уставного капитала не происходит. В случае же проведения дополнительной эмиссии акций также возможно изменение структуры акционеров компании. Нужно заметить, что в большинстве случаев эмиссия проводится не столько для увеличения уставного капитала, сколько для «размывания» долей существующих акционеров, а также для борьбы с миноритариями.

В результате приобретения обществом акций у своих акционеров может произойти увеличение долей в уставном капитале пропорционально

выкупленным акциям либо уменьшение доли голосующих акций, что, соответственно может быть выгодно какой-либо группе акционеров.

Конвертация акций может происходить при консолидации или дроблении акций или в других случаях. При этом величина уставного капитала не изменяется, но изменяется номинальная стоимость и количество акций, находящихся на руках у собственников. В результате консолидации две и более акций конвертируются в одну новую акцию той же категории. При дроблении, напротив, одна акция конвертируется в две и более акций той же категории.

Во втором варианте акция используется компанией в качестве основного инструмента при слияниях и поглощениях. С помощью акции возможно как провести операцию слияния или поглощения, так и защитить бизнес компании от действий захватчика.

В данном случае речь идет о дополнительной эмиссии акций.

При осуществлении дополнительной эмиссии происходит увеличение уставного капитала. Эмиссия акций является средством борьбы за корпоративный контроль, когда преимущественное приобретение дополнительно эмитируемых акций дает одной из конкурирующих групп акционеров преимущество в виде контрольного пакета акций компании, а, следовательно, большее количество голосов на общем собрании акционеров и дополнительные места в правлении. В результате устанавливается новый расклад сил в структуре акционерного капитала.

Конвертация акций приводит к перераспределению структуры собственников при слияниях и поглощениях компаний, а при разукрупнении бизнеса дает возможность «развести» собственников по разным хозяйствующим субъектам.

Кроме того, посредством акций осуществляется оплата сделок слияний компаний.

Особо при реструктуризации бизнеса используются *привилегированные акции*.

Привилегированная акция предоставляет своему владельцу (акционеру) следующие права:

- право на получение дивидендов;
- право на получение ликвидационной стоимости, выплачиваемой при ликвидации акционерного общества.

При этом акционеры – владельцы привилегированных акций акционерного общества не имеют права голоса на общем собрании акционеров, за исключением нескольких моментов.

В соответствии с Федеральным Законом РФ «Об акционерных обществах»:

Во-первых, владельцы привилегированных акций имеют право голоса на общем собрании акционеров при решении вопросов о реорганизации и ликвидации общества.

Во-вторых, владельцы привилегированных акций, размер дивиденда по которым определен в уставе акционерного общества, приобретают право голоса на общем собрании акционеров по всем вопросам его компетенции, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором было принято решение о невыплате дивидендов или о неполной выплате дивидендов.

В-третьих, владельцам кумулятивных привилегированных акций определенного типа так же предоставляется право участвовать в общем собрании акционеров, начиная с собрания, следующего за общим, на котором не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение о неполной выплате дивидендов.

В уставе акционерного общества в общем случае должны быть определены размер дивиденда и (или) ликвидационная стоимость. Но, как и из всякого правила, здесь существуют исключения. Если в уставе не определен размер дивиденда или хотя бы порядок его определения, то считается, что владельцы привилегированных акций имеют право на получение дивиденда наравне с владельцами обыкновенных акций.

Акционерные общества в нашей стране довольно редко выплачивают дивиденды. А значат, владельцы привилегированных акций, размер дивиденда по которым не определен уставом, не получают их никогда. При существующем положении дел иметь привилегированные акции не имеет никакого смысла, особенно с точки зрения простого акционера, который рассматривал привлекательность привилегированных акций с точки зрения гарантированных дивидендов. Это подталкивает миноритарных акционеров к продаже принадлежащих им привилегированных акций, что в свою очередь используется для осуществления поглощения компании.

Кроме того, в связи с тем, что невыплата дивидендов влечет за собой перевод привилегированных акций в голосующие, у акционеров имеется возможность усилить контроль в акционерном обществе. Данное обстоятельство также может быть использовано для осуществления поглощения компании.

Акции используются и для целей *реструктуризации задолженности* компании.

Во-первых, согласно Постановлению Правительства РФ «Об условиях и порядке реструктуризации задолженности организации по платежам в федеральный бюджет», акции, специально эмитированные компанией для реструктуризации задолженности или предоставленные для этой цели ее владельцами, передаются в залог уполномоченному органу при заключении договора о реструктуризации задолженности данной компании.

Во-вторых, акционерное общество может осуществить выпуск собственных акций, затем продать их на рынке, а средства, вырученные за счет реализации акций, направить в счет погашения своей задолженности.

Кроме этого, акционерными обществами используется еще один способ реструктуризации задолженности компании акциями в обход действующего законодательства.

Акционерные общества выпускают акции и передают их своим кредиторам, которые зачитывают их в качестве оплаты кредиторской задолженности компании.

Однако согласно Гражданскому кодексу РФ не допускается прямой обмен долгов на акции акционерных обществ, то есть акционер не освобождается от обязанности оплаты акций, в том числе путем зачета требований к акционерному обществу.

Еще одним инструментом реструктурирования бизнеса компании является *облигация*.

Согласно Федерального Закона РФ «О рынке ценных бумаг», *облигацией* является эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация также может предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права.

Облигация является способом привлечения финансовых ресурсов для предприятия. Облигации, как правило, имитируют при недостаточности акционерного капитала, для обслуживания каких-либо долгосрочных потребностей предприятия.

Облигации используются при реструктуризации задолженности компании. С их помощью компании осуществляют управление структурой своего долга.

Главное преимущество выпуска облигаций перед дополнительным выпуском акций состоит в том, что облигации – это долговые ценные бумаги, а акции – долевые, составляющие уставный капитал.

Поэтому для реструктурирования бизнеса с позиций корпоративного контроля привлечение средств через эмиссию облигаций выгоднее, нежели эмиссия акций, так как облигации не являются голосующими бумагами. Выпуск

облигаций никак не сказывается на структуре акционерного капитала, тем самым не изменяя доли акционеров – собственников предприятия.

Кроме того, хотелось бы отметить, что привлечение средств компанией с помощью выпуска облигаций создает ресурсную базу для осуществления сделок слияний и поглощений.

Однако с точки зрения реструктурирования акционерного капитала особый интерес представляют *конвертируемые облигации*. Их можно использовать в качестве орудия в корпоративной борьбе.

Их главное отличие от обычных облигаций заключается в том, что их можно обменять на определенное количество акций по желанию владельца. А сама идея выпуска конвертируемых облигаций состоит в том, чтобы привлечь инвесторов, заинтересованных не только в получении фиксированного дохода, но и в росте своих вложений в случае повышения капитализации компании. Таким образом, владелец конвертируемой облигации одновременно является кредитором и акционером компании, так как конвертируемая облигация является «гибридной» ценной бумагой, обладающей свойствами облигации и акции, а точнее опциона на покупку акций.

Право конвертации данной облигации в акции может быть реализовано в течение определенного периода времени. Если владелец облигации не воспользуется этим правом, то конвертируемая облигация становится простым долговым обязательством.

Компания объявляет о досрочной конвертации облигаций в акции. А держатели этих облигаций, используя конверсионную привилегию, конвертируют принадлежащие им облигации в акции данной компании. При этом изменяется структура акционерного капитала компании, что может быть использовано для различных целей акционерами данной компании. В этом смысле конвертируемые облигации могут рассматриваться как скрытый выпуск акций.

Необходимо отметить и такой инструмент реструктуризации как *вексель*.

Векселем является ничем не обусловленное, абстрактное, строго установленной формы денежное обязательство векселедателя произвести платеж определенной суммы денежных средств векселедержателю в определенном месте в определенный срок. Вексель является неэмиссионной ценной бумагой. Вексель является инструментом привлечения средств и вместе с тем используется для реструктурирования бизнеса компании.

Так, вексель можно использовать в качестве инструмента по проведению или предотвращению сделки поглощения компании.

С одной стороны, компания – цель может быстро увеличить свою задолженность для того, чтобы стать непривлекательной для компании – агрессора и не допустить захвата своего предприятия.

А с другой стороны поглощающая компания может попытаться обанкротить компанию - цель, осуществившую выпуск векселей.

Кроме того, очевидно, что вексель используется и при реструктуризации задолженности компании, позволяя управлять структурой долга компании.

Еще один инструмент фондового рынка, который используется для реструктурирования бизнеса, - это *американские депозитарные расписки*.

Американская депозитарная расписка (АДР) представляет собой специальный обращаемый сертификат, удостоверяющий право собственности на определенное количество акций конкретного иностранного эмитента. АДР обращаются на фондовых биржах и внебиржевых рынках США и Европы. Таким образом, в зависимости от территории распространения депозитарные расписки могут быть американскими, европейскими и глобальными.

При выпуске американских депозитарных расписок, компании – эмитенты получают следующие преимущества:

- 1) доступ к крупнейшим рынкам капиталов;
- 2) рост капитализации компании;
- 3) облегчение проникновения на зарубежные фондовые рынки;
- 4) расширение базы потенциальных инвесторов;
- 5) улучшение имиджа компании.

Выпуск АДР способен повлиять на вторичный рынок акций компании-эмитента. Как показывает международная практика, ликвидность акций компании и их рыночная стоимость после выпуска депозитарных расписок на внутреннем рынке возрастают минимум на 5-10% (23).

Таким образом, рост капитализации компании, создание солидной ресурсной базы, повышение ее имиджа в глазах инвесторов и конкурентов за счет выпуска АДР – все это способствует проведению компаниями сделок по слиянию с другими конкурентоспособными компаниями и поглощению слабых игроков рынка.

А отсутствие четкого регулирования на российском рынке обращения АДР и практики голосования по ним предоставляет широкие возможности для злоупотреблений со стороны менеджмента компании-эмитента. Это создает основу для использования расписок в качестве инструмента достижения контроля при реструктуризации акционерного капитала и в качестве инструмента при проведении укрупнения и разукрупнения бизнеса компании.

Так, менеджеры компании, в большинстве случаев являющиеся ее крупнейшими акционерами, используют «непроголосовавшие» АДР в следующих целях: избрание самих себя в Совет директоров компании, блокирование решений, требующих квалифицированного большинства (сюда попадает принятие решений по сделкам слияний и поглощений и проведения разукрупнения бизнеса).

Это возможно благодаря тому, что инвестор, который приобрел АДР, «общается» с компанией-эмитентом через банк-депозитарий. Именно банк-депозитарий, выпускающий АДР, и признается согласно российскому законодательству акционером данной компании.

Поэтому банк-депозитарий (пример – The Bank of New York) может голосовать по инструкциям владельцев АДР, а в случае отсутствия таковых (иностранцы инвесторы чаще всего не проявляют никакой активности в управлении самой компанией) может передать право голосования по ним лицу, назначенному менеджментом компании-эмитента, по своему усмотрению.

Кроме этого, путем запоздалого уведомления о проведении собрания акционеров, компания-эмитент в соответствии с соглашением о выпуске АДР может вообще исключить их владельцев из голосования, то есть «заблокировать» их голоса.

Компаниями-эмитентами в лице ее менеджеров (как отмечалось выше, в большинстве случаев являющихся основными акционерами компании) могут использоваться и «проголосовавшие» АДР для получения до собрания акционеров результатов голосования владельцев АДР и соответственно для манипулирования голосами их владельцев в собственных интересах.

Американские депозитарные расписки также используются и для реструктуризации задолженности компании. Программы АДР являются источником привлечения крупных инвестиций. Таким образом, средства, вырученные за счет выпуска АДР, могут быть направлены на погашение собственной задолженности компании.

Вывод: Для реструктурирования бизнеса компаний, в частности, для реструктуризации активов и задолженности, используются следующие ценные бумаги: *акции, облигации, векселя и американские депозитарные расписки (АДР)*. Кроме того, данные ценные бумаги можно назвать «инструментами» в корпоративной борьбе при реструктурировании акционерного капитала.

Акция при реструктурировании бизнеса компании используется: в качестве инструмента достижения контроля при реструктуризации акционерного капитала; в качестве основного инструмента при слияниях и поглощениях; для целей реструктурирования задолженности.

С помощью *облигации, векселя и АДР* можно осуществлять управление структурой долга, привлекать средства для проведения сделок по укрупнению бизнеса компании.

С точки зрения реструктуризации акционерного капитала особый интерес представляют *конвертируемые облигации*, которые могут рассматриваться как скрытый выпуск акций. Конвертация этих облигаций в акции позволяет

изменить структуру акционерного капитала, что может быть использовано акционерами для целей реализации корпоративного контроля.

Вексель также может использоваться в качестве инструмента по проведению или предотвращению сделки поглощения компании.

Отсутствие четкого регулирования на российском рынке обращения АДР и практики голосования по ним дает возможность использовать АДР в качестве инструмента достижения контроля при реструктуризации акционерного капитала, а также в качестве инструмента проведения сделок слияния, поглощения и разукрупнения бизнеса.

Глава II. Укрупнение компании как основной вид реструктурирования бизнеса с использованием инструментов фондового рынка

§1. Слияния и поглощения: понятие, правовые основы, виды

Укрупнение компании является основным видом реструктурирования ее бизнеса и объективным фактором ее успеха. Основная идея укрупнения - создание новой стоимости в результате слияния, поглощения, покупки активов, создания филиалов, выкупа контрольного пакета акций.

В соответствии с российским законодательством, а именно с Федеральным законом РФ «Об акционерных обществах» укрупнение (объединение) бизнеса компании может осуществляться следующими способами:

- 1) путем присоединения к другой компании;
- 2) путем слияния с другой компанией;
- 3) путем приобретения крупного (контрольного) пакета акций компании (статья 80 Закона о приобретении 30 и более процентов обыкновенных акций общества);
- 4) путем приобретения всех или части активов другой компании и финансированием их за счет собственных или заемных средств;

Самым простым шагом укрупнения компании является сделка по слиянию на основании договора двух или нескольких компаний, в результате которой появляется новая компания, устанавливающая контроль и управление над активами и обязательствами старых компаний.

Слияние как форма реорганизации компаний предусмотрена российским законодательством, а именно Федеральным законом РФ «Об акционерных обществах». Данным нормативным актом определена юридическая трактовка

понятия «слияние», подразумевающее совершение сделки при обязательном образовании нового юридического лица на основе нескольких ранее самостоятельных лиц, утрачивающих впоследствии свое существование.

Присоединение компании либо приобретение контрольного пакета акций осуществляется с помощью поглощения. Определения понятия «поглощение» в российском законодательстве не предусмотрено. С юридической точки зрения это понятие тождественно такой форме реорганизации как присоединение. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» термин «присоединение» означает, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу, к которому они присоединяются.

В корпоративной практике поглощение обычно связывают именно с «недружественным, враждебным поглощением», или с так называемым силовым захватом, когда присоединение компании происходит нечестными методами и поглощаемая компания оказывает сопротивление поглощению. Это особенно характерно для настоящего времени на мировом и российском рынке слияний и поглощений.

Более того, для российской корпоративной практики более привычным является термин «передел собственности», используемый экспертами, говоря о враждебных поглощениях.

Если обратиться к зарубежной теории и практике, то можно проследить некоторые различия в определении понятий «слияние» и «поглощение».

За рубежом данные понятия не имеют четкого разграничения.

Merger – поглощение, слияние (компаний);

Acquisition – приобретение (например, акций), поглощение (компаний).

В соответствии с общепринятыми за рубежом подходами под «слиянием компаний» подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур.

Кроме этого, в зарубежной практике под «слиянием» может пониматься 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 понятие «присоединение».

В зарубежной практике «поглощение компании» определяется как «взятие одной компанией под свой контроль другой компании и управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее. Поглощение компании зачастую осуществляется путем покупки всех акций предприятия на бирже (takeover bids).

В европейском праве, согласно Директиве Совета ЕС от 9 октября 1978 года «О слияниях акционерных компаний» термин «слияние» охватывает как корпоративные слияния, так и присоединения компаний. То есть в соответствии с европейским правом выделяются две формы осуществления слияний:

- 1) путем присоединения (merger by acquisition);
- 2) путем образования новой компании (merger by formation of a new company).

Таким образом, понятийный аппарат, используемый российскими и зарубежными законодательствами в сфере объединения бизнеса, содержит ряд несовпадений. В зарубежной теории и практике термин «слияние» дуален: он охватывает как случаи слияния, так и сделки, подпадающие под понятие «присоединение» по российскому законодательству.

А термин «поглощение», широко используемый за рубежом, не имеет прямого эквивалента в отечественном законодательстве.

В настоящее время многие российские эксперты сходятся во мнении с западными специалистами в сфере корпоративных финансов и утверждают, что любое слияние является поглощением, разница лишь в начальных условиях сделки. Слияние иногда именуют «дружественным поглощением».

«По форме слияние отличается от поглощения только тем, что сливаться могут только две равные компании. Однако любое слияние в конечном итоге

заканчивается поглощением» - такова точка зрения А. Беручашвили, исполнительного директора инвестиционного банка Brunswick UBS в России (22).

По мнению аналитиков компании KPMG, «часто поглощения называют слияниями, чтобы произвести хорошее впечатление на рынке, потому что поглощения не всегда положительно воспринимаются инвесторами, а слияния носят всегда дружественный характер» (22).

Перечисленные выше способы укрупнения бизнеса предполагают выполнение ряда требований российского законодательства, а именно:

- ✓ относится ли осуществляемая сделка к категории крупных сделок или к сделкам «с заинтересованностью» согласно приведенным в законодательстве определениям;
- ✓ наличие у акционеров права потребовать оценки принадлежащих им акций;
- ✓ наличие у акционеров преимущественного права на приобретение дополнительных акций;
- ✓ наличие у акционеров права потребовать выкупа принадлежащих им акций;
- ✓ попадание сделок слияний и поглощений в поле антимонопольного законодательства;
- ✓ требования российского законодательства о ценных бумагах.

Контроль за соблюдением этих требований имеют целью, помимо прочего обеспечить получение акционерами достоверной рыночной стоимости их вложений в акции компаний, являющихся объектом поглощения, даже если поглощение является «враждебным».

Этот момент очень важен для инвесторов. К примеру, в США распространены такие сделки слияний и поглощений компаний как «squeeze-out mergers». Цель этих сделок состоит в «вытеснении» миноритарных акционеров путем принуждения их к продаже принадлежащих им акций за определенную посредством оценки рыночную стоимость.

Проблема, связанная с большинством проводимых сегодня в России сделок слияний и поглощений компаний, заключается в том, что потенциальные покупатели не хотят платить рыночную цену за то, что они намереваются приобрести. Вместо этого покупатели стараются завладеть чужим имуществом, заплатив за него лишь малую часть его реальной стоимости.

Если сделка по приобретению квалифицируется как крупная или «сделка с заинтересованностью», необходимо обеспечить выполнение дополнительных требований законодательства.

В течение 45 дней после проведения собрания акционеров, на котором была утверждена сделка слияния или присоединения (поглощения), акционеры участвующих в сделке обществ, которые голосовали против или не участвовали в голосовании по данному вопросу, имеют право потребовать от общества выкупить принадлежащие им акции по рыночной цене. И в течение 30 дней после окончания 45-дневного срока предъявления требований акционерами, общество обязано выкупить акции у этих акционеров.

Также по вопросам проведения слияний и поглощений необходимо предусмотреть требования антимонопольного законодательства РФ.

Согласно статье 17 Федерального закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» сделки слияния или присоединения обществ, активы которых в совокупности превышают 200 тысяч минимальных размеров оплаты труда (20 млн. рублей) осуществляются с предварительного согласия Министерства по антимонопольной политике.

В январе 2004 года Правительство РФ ободрило законопроект, согласно которому предварительное согласие на сделки по слиянию и присоединению необходимо будет в том случае, если совокупные активы обществ, проводящих данные сделки, превысят 3 млрд. рублей. Это означает то, что примерно 85% сделок по укрупнению бизнеса будет выведено из поля зрения государства. Соответственно, количество враждебных поглощений особенно в малом и среднем бизнесе на российском рынке корпоративного контроля будет стремительно расти.

Согласно российскому законодательству, приобретение контрольного пакета акций акционерного общества, число акционеров которого превышает 1000, влечет за собой возникновение у приобретающей компании ряда обязательств, в частности, по обеспечению соблюдения прав существующих акционеров.

Сюда относится уведомление акционеров о предстоящей сделке и осуществление ими права требовать выкупа принадлежащих им акций.

Кроме этого, акционерное общество, приобретающее более 20% голосующих акций другого акционерного общества, обязано опубликовать сведения о таком приобретении, а также сведения о последующих операциях приобретения акций той же компании, если предметом последующего приобретения являются более 5% голосующих акций.

Также в отношении приобретения акций и активов действуют особые положения антимонопольного законодательства, требующие предварительного согласия Министерства по антимонопольной политике. Эти положения касаются приобретения более 20% голосующих акций общества, при котором суммарные активы самого приобретателя акций и акционерного общества, голосующие акции которого приобретаются, в совокупности превышают 200 тысяч минимальных размеров оплаты труда, либо одно из этих обществ является лицом, имеющим долю на рынке определенного товара более 35%.

Таким образом, слияние и присоединение (поглощение), а также покупка активов и контрольного пакета акций акционерного общества в России – сложный процесс, часто связанный со значительными расходами для приобретающей стороны.

Существуют различные виды слияний и поглощений компаний. Необходимо выделить основные их классификации.

В зависимости от *характера интеграции компаний* выделяют:

- *горизонтальные слияния* – это объединение компаний, работающих в одной отрасли и даже конкурирующих друг с другом. Такой тип слияния – самый простой для планирования деятельности и прогнозирования возможных

результатов, потому что предполагает слияние «родственных» активов и соединение сходных моделей организации производства. Именно при горизонтальной структуре можно достичь максимального эффекта снижения операционных издержек. Примерами горизонтальных слияний в российской практике служат: покупка региональных компаний мобильной связи такими крупнейшими компаниями, как «Мобильные ТелеСистемы» и «Вымпелком»; образование группы «ЕвразХолдинг», объединившего несколько металлургических комбинатов.

- *вертикальные слияния* – это объединение компаний, работающих на смежных ступенях одного производственного процесса. Целью подобных слияний является снижение транзакционных издержек в рамках единой структуры, путем обретения рычагов управления своими ключевыми поставщиками и потребителями. Как правило, они формируются вокруг сильных конкурентоспособных производителей, ориентированных на экспорт и имеющих за счет этого стабильный источник дохода.

- *конгломератные слияния* – это объединение компаний из совершенно несвязанных, даже «неродственных» отраслей. Такие холдинги обладают, как правило, гибкой структурой и представляют собой что-то вроде инвестиционных фондов, вкладывающих свободные средства в интересные менеджменту проекты. Большинство крупных российских ФПГ построено как раз по конгломеративной модели. При этом по большей части для них характерна очень сильная зависимость от активов в одной конкретной отрасли экономики. Примерами российской практики являются Group MENATEP, АФК «Система», холдинг «Интеррос», «Базовый элемент».

В рамках конгломеративных слияний выделяются слияния с расширением продуктовой линии, с расширением рынка и чисто конгломеративные слияния.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний различают:

- *национальные слияния* – это объединение компаний, находящихся в рамках данного государства.

- *транснациональные слияния* – это объединение компаний, находящихся в разных странах или поглощение одной компанией другой, инкорпорированной в иностранном государстве.

Обзор российского рынка слияний и поглощений

В последние годы составной частью деловых новостей стали сообщения о новых сделках по слиянию и поглощению компаний, происходящих на российском рынке. Количество слияний и поглощений на российском рынке стремительно растет.

По данным компании Thomson Financial, в 2003 году Россия вышла на пятое место в Европе по совокупному объему слияний и поглощений компаний (42).

Стоимость сделок, заключенных в первом полугодии 2003 года, превышает данный показатель за весь 2002 год.

Необходимо отметить, что в первой половине 2003 года из общего объема сделок по слиянию и поглощению между российскими компаниями было заключено 167 сделок на сумму 2,463 млрд. долларов; российские компании поглотили иностранные в ходе 23 сделок на общую сумму в 452 млн. долларов, и были поглощены иностранными компаниями в ходе 22 сделок на общую сумму 2,022 млрд. долларов (22).

Что касается отраслевой структуры российского рынка слияний и поглощений за первое полугодие 2003 года, то она выглядит так:

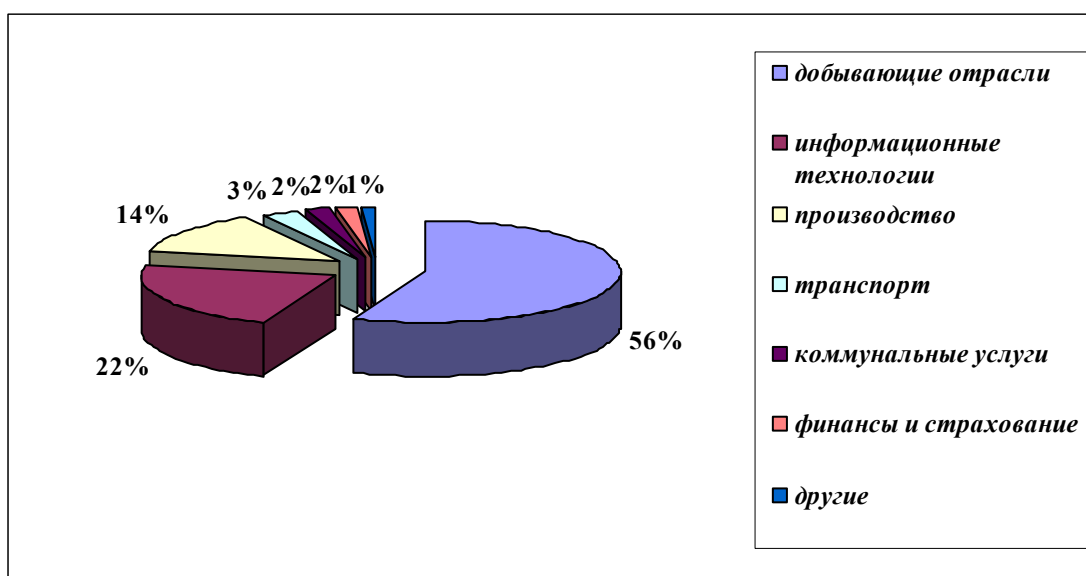


Рис.1. Отраслевая структура российского рынка слияний и поглощений за первое полугодие 2003 года.

Источник: по материалам «Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг». М.: Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group, 2004 г.

Интересный факт – две из десяти крупнейших мировых сделок первого полугодия 2003 года были заключены в России.

Первая сделка – это продажа в начале 2003 года акционерами Тюменской Нефтяной Компанией 50% активов компании British Petroleum за 6,75 млрд. долларов. В результате появилась новая компания ТНК-ВР с общей стоимостью 18 млрд. долларов, в которой 50% осталось у прежних акционеров ТНК, а 50% принадлежит ВР.

Вторая сделка – слияние нефтяных компаний ЮКОС и «Сибнефть» (хотя, скорее всего, это поглощение первым вторым). Общая стоимость объединенной компании оценивалась в 35 млрд. долларов. В итоге эта сделка была расторгнута.

Самые крупные сделки слияний и поглощений, заключенные в России за 10 месяцев 2003 года, приведены в следующей таблице.

Табл.1.

Десять крупнейших сделок в России за 10 месяцев 2003 года

Покупатель	Объект слияния или поглощения	Слияние или поглощение	Стоимость сделки, млн. долл. США
ЮКОС	Сибнефть (92%)	Слияние	15 866
ВР	ТНК-ВР (50%)	Слияние	7 700
Базовый элемент	РУСАЛ (25%)	Поглощение	2 000
ТНК	Оренбургнефть (26%)	Поглощение	825
ВымпелКом	ВымпелКом-Регионы (44,7%)	Слияние	802
Роснефть	Северная нефть	Поглощение	600
ЛУКОЙЛ	ПФПГ-Энергия	Поглощение	398
АФК «Система»	МобильныеТелеСистемы (10%)	Поглощение	367
Marathon Oil Corporation	Khanty Mansiysk Oil Corporation	Поглощение	275
ГМК «Норильский Никель»	Stillwater Mining (51%)	Поглощение	257

Источник: Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. М.:Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group, 2004 г.

Однако нужно отметить, что происходившие в последние годы в России поглощения носили недружественный характер. Из 1870 поглощений, произошедших в 2002 году, 76% были враждебными (43).

Можно сказать, что три из четырех сделок поглощения сопровождались корпоративными войнами, захватом и переделом собственности незаконными методами.

Говоря о дальнейших тенденциях на российском рынке корпоративного контроля, можно заключить, что процессы укрупнения бизнеса будут и дальше активно происходить на российском рынке.

По прогнозам аналитиков, среди отраслей, где в ближайшее время активно будут происходить консолидационные процессы, выделяют: информационные технологии, телекоммуникации, транспорт (авиационная промышленность), потребительские товары, финансы (банковский сектор), сельское хозяйство.

Вывод: В соответствии с российским законодательством укрупнение (объединение) бизнеса компании может осуществляться путем присоединения к другой компании, слияния с другой компанией, приобретения крупного (контрольного) пакета акций компании, приобретения всех или части активов другой компании. Эти формы проведения корпоративных сделок предполагают выполнение ряда требований российского законодательства.

Существуют различия в определении понятий «слияние» и «поглощение» в российской и зарубежной теории и практике.

В зарубежной теории и практике термин «слияние» дуален: он охватывает как случаи слияния, так и сделки, подпадающие под понятие «присоединение» по российскому законодательству.

А термин «поглощение», широко используемый за рубежом, не имеет прямого эквивалента в отечественном законодательстве.

Наиболее привычным в российской практике считается отождествление термина «поглощение» с понятиями захвата и передела собственности.

В настоящее время многие российские эксперты сходятся во мнении с западными специалистами в сфере корпоративных финансов и утверждают, что любое слияние является поглощением, так как в конечном итоге им и заканчивается. Кроме того, слияние иногда именуют «дружественным поглощением».

§2. Основные мотивы проведения слияний и поглощений, их преимущества и недостатки

Насколько сделки по укрупнению бизнеса компаний выгодны, настолько и сложны. По данным многочисленных исследований, от 50 до 80% проведенных в мире слияний и поглощений не достигали преследуемых целей: приводили к снижению акционерной стоимости и доходов участвовавших в сделках компаний (22).

По данным консалтинговой компании KPMG только 34% слияний и поглощений в 2003 году привели к повышению стоимости бизнеса. А результаты исследований международной аудиторской компании PriceWaterhouseCoopers свидетельствуют о том, что почти 57% объединившихся компаний за период с 1987 по 1997 годы отстают в своем развитии от других субъектов рынка (22).

Однако следует отметить, что по сравнению с 1999 годом, эффективность сделок по слиянию и поглощению на мировом рынке возросла в 2 раза. Об этом свидетельствуют следующие данные:

Табл.2

<i>Год</i>	<i>Стоимость повысилась, %</i>	<i>Стоимость осталась без изменений, %</i>	<i>Стоимость снизилась, %</i>
1999	17	30	53
2001	30	39	31
2003	34	34	32

Источник: Иванова А. Поглощения: за и против. // Финанс. – 2003 г. - №35.

Еще в 1978 году консалтинговая компания Arthur D. Little выделила основные мотивы укрупнения бизнеса путем проведения сделок слияний и поглощений. К ним относятся (22):

- увеличение масштаба деятельности для получения синергетического эффекта;
- диверсификация бизнеса путем выпуска новых продуктов;
- географическая диверсификация бизнеса компании;
- увеличение рыночной доли и получение вместе с этим конкурентных преимуществ;
- стратегическая перегруппировка под воздействием технологических изменений и изменений в законодательстве;
- покупка недооцененных активов;
- налоговые льготы;

- самоутверждение менеджеров компании посредством проведения крупных и успешных сделок;
- стратегия выхода из бизнеса.

Примечательно, но в странах с развитым фондовым рынком еще одним мотивом проведения слияний и поглощений, не имеющим под собой экономических предпосылок, является желание собственников создать иллюзию процветания в глазах акционеров и потенциальных инвесторов.

А для России, по мнению некоторых экспертов, еще одним мотивом заключения сделок по укрупнению бизнеса выступает недооцененность многих российских компаний вследствие либо нерационального использования активов, находящихся в их собственности, либо нежелания выплачивать доходы акционерам из прибыли компании. Таким образом, именно недооценка стоимости и привлекает потенциальных захватчиков собственности.

А ниже приведенная диаграмма свидетельствует об основных целях, которые преследовали компании при заключении сделок слияний и поглощений в 2003 году.

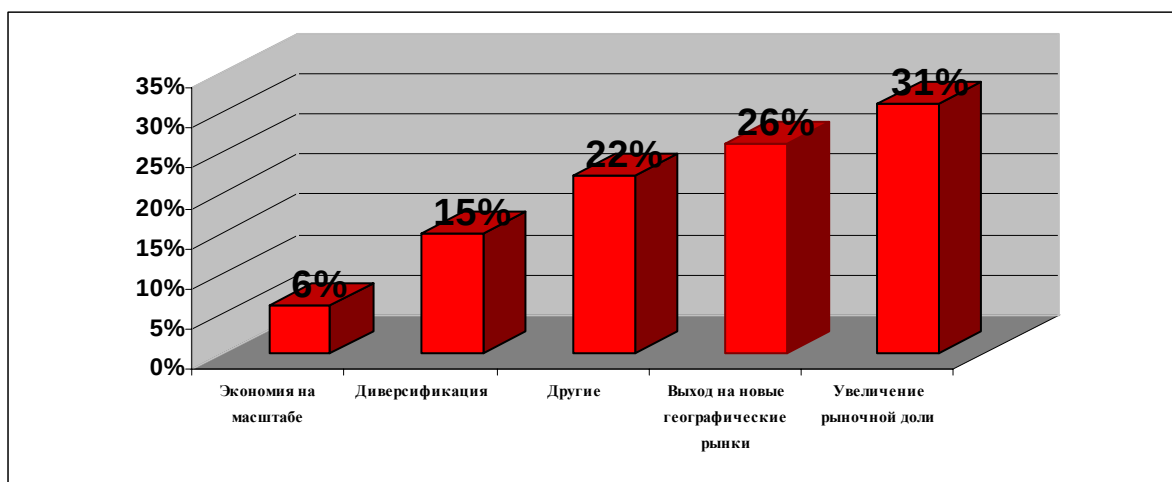


Рис.2. Цели слияний и поглощений в 2003 году.

Источник: по материалам «Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг». М.: Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group, 2004 г.

Безусловно, отдачу от сделок по слияниям и поглощениям обычно связывают с *синергетическим эффектом*.

Под синергией понимается существенное повышение эффективности и соответственно стоимости объединенной компании по сравнению с суммарной стоимостью вошедших в ее состав компаний до объединения (по принципу: $2 + 2 = 5$, точнее $2 + 2 + \text{эффект синергизма} = 5$).

Существует два типа синергизма – *структурный* и *управленческий*.

Структурный синергизм означает объединение ресурсов компаний, позволяющее снизить издержки за счет экономии на масштабе деятельности и увеличить объем продаж. Структурный синергизм особенно велик при проведении горизонтальных слияний. Происходит резкое наращивание доходов объединенной компании и существенное сокращение ее расходов. В таких случаях сокращение издержек достигает 15-25%, а объем продаж возрастает на 25-30% (15).

При вертикальных слияниях и поглощениях большой синергетический эффект проявляется тогда, когда существует значительный разрыв между внутренними ценами на сырье и материалы и экспортными ценами на готовую продукцию.

Управленческий синергизм позволяет добиться улучшения показателей работы, благодаря повышению качества управления активами приобретенной компании.

Однако существует опасность отрицательной синергии, когда эффективность и стоимость объединенных компаний окажется меньше, чем суммарная стоимость составных частей до объединения. Она проявляется тогда, когда затраты и специфические проблемы, возникающие в ходе слияния, превышают отдачу от сделки. Действительно, высока вероятность отрицательного эффекта синергизма, если компания – покупатель и приобретенная компания работают в одном сегменте рынка. В этом случае возможно дублирование продукции компаний, что приведет к ликвидации избыточных брендов компаний.

Достижение синергетических эффектов, как правило, занимает несколько лет. Для обеспечения максимизации синергетического эффекта необходимо тщательно выбирать тип слияния, цель и стратегию. Отсутствие на текущий момент достаточного количества достоверной информации о результатах слияний на российском рынке не позволяет сделать какие-либо выводы о размерах эффектов синергизма.

Достижение поставленных целей укрупнения бизнеса и создают объединившимся компаниям ряд преимуществ.

Ведь прежде чем принять решение о слиянии или поглощении менеджмент и акционеры должны оценить как *преимущества*, так и *сложности*, которые могут возникнуть в результате объединения компаний.

Ряд компаний стремится с помощью объединений с компаниями, работающими на том же рынке, обойти барьеры при выходе на новые продуктовые и географические рынки.

Если рассматривать преимущества сделок по слиянию и поглощению в разрезе отдельных видов слияний и поглощений, то можно выделить следующие *преимущества*.

На сегодняшний день основной причиной вертикальных объединений является обеспечение безопасности, когда под угрозой оказывается стабильность бизнеса компании. С экономической точки зрения вертикальные интеграции позволяют обрести полный контроль над поставщиками, посредниками и потребителями конечной продукции. Контроль над поставщиками снижает зависимость от колебаний цен на сырье, а трансфертное ценообразование дает возможность экономить всей цепочке предприятий.

Для большинства конгломератов характерна частая продажа и покупка активов различного вида. Зачастую собственники таких объединений приобретают компании по принципу – «купить дешево, привести в порядок и продать». Такой подход имеет полное право на существование и может рассматриваться как побочный бизнес к основному. Ценность компании, подготовленной к продаже, может возрасти, если объект продажи

предлагается вместе с командой менеджеров. Другим преимуществом конгломератных объединений является диверсификация своего бизнеса.

Кроме того, компании за счет сделок по укрупнению бизнеса стремятся увеличить свою долю на рынке, повысить конкурентоспособность и инвестиционную привлекательность.

Слияния и поглощения упрощают компаниям доступ к капиталу. Обычно стоимость заемных средств для объединившихся компаний снижается, что делает более доступными для них банковские кредиты.

Кроме того, снижается стоимость размещения собственных ценных бумаг (при выпуске облигаций).

Также при объединениях проявляется эффект «налогового щита», или снижения налоговых выплат. Наиболее распространенной схемой является списание прибыли компании-приобретателя на убыточное приобретаемое предприятие для уменьшения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль. Экспортно-ориентированные компании осуществляют свою торговлю через трейдинговую компанию, зарегистрированную в оффшорной зоне. В таком случае основная прибыль оседает на счетах этой компании, и с нее уплачивается налог по льготной ставке (31).

На практике эксперты отмечают также сложности и недостатки, присущие сделкам по слиянию и поглощению. К ним относятся:

- высокий риск недостижения поставленных результатов;
- значительные финансовые затраты (выплата «золотых парашютов», вознаграждения консультантам);
- риск переплатить за компанию (многие российские компании непрозрачны, поэтому достаточно сложно оценить их реальную стоимость);
- усложнение структуры бизнеса, что ведет к возрастанию управленческих издержек, затрат на планирование, информационных издержек;
- необходимость смены старых, возможно дорогостоящих брендов компаний на новый бренд объединенной компании;

- влияние человеческого фактора (конфликты с персоналом купленной компании, несовпадение корпоративных культур и стиля менеджмента).

Вывод: Таким образом, слияния и поглощения – это инструмент, используемый в конкурентной борьбе, для образования новых компаний в ходе структурных изменений под действием конкуренции и изменения макроэкономических условий.

Для обеспечения выгоды и эффективности сделок по слиянию и поглощению требуется тщательный анализ целей, преследуемых компаниями при проведении данных сделок, анализ изменения конкурентной среды, технологий, последствий ответов конкурентов. Анализ выгоды должен основываться на доходности, прогнозируемости бизнеса, и не подменять это целью достижения полного контроля.

§3. Использование информационных технологий для реализации стратегии укрупнения бизнеса

Достижение высоких экономических и социальных результатов, достижение роли полноправного партнера в мировой экономической системе в значительной степени зависит от того, каковы будут масштабы использования информационных технологий во всех сферах деятельности хозяйствующих субъектов.

Чем крупнее компания, тем большую роль в повышении эффективности играет информация. Для принятия наилучших управленческих решений необходимо приобрести подходящие инструменты для анализа, поддерживающие процесс принятия решений.

Действительно, все компании на том или ином этапе своего развития сталкиваются с проблемой повышения эффективности и укрупнения своего бизнеса.

Одним из способов укрупнения бизнеса компаний является проведение сделок по поглощению других компаний – более слабых игроков рынка. Данные сделки рассматриваются компанией, осуществляющей поглощение в качестве собственных инвестиционных проектов.

Рецепт успешного проведения поглощения – это хорошее планирование. А одним из эффективных инструментов планирования бизнеса в современных рыночных условиях являются такие программные продукты, как – программа Project Expert и ее приложения What-If анализ и Project Integrator.

Программа Project Expert просто незаменима как для компании, собирающейся осуществить поглощение.

В эту программу заложены универсальные возможности для моделирования предприятия и макроэкономической среды. С ее помощью возможно создание бизнес-планов инвестиционных проектов по поглощению, выполнение ситуационного анализа этих проектов, разработка схем финансирования, изучение влияния внешних факторов на процесс реализации

финансовых планов, осуществление оперативного контроля за ходом выполнения проектов.

Программа Project Expert позволяет рассчитать стоимость приобретаемого бизнеса, а также стоимость объединенной компании и доходы его участников.

Программа Project Expert включает в себя следующие основные блоки: блок моделирования; блок генерации финансовых документов; блок анализа; блок группировки проектов; блок контроля процесса реализации проекта; генератор отчетов.

В каждый из указанных блоков входит набор функциональных модулей, содержащих диалоговые средства, позволяющие компании, осуществляющей поглощение, сформировать имитационную модель компании-цели, провести исследование ее характеристик и получить наглядное представление результатов работы.

Блок моделирования позволяет сформировать модель компании-цели. Для этого происходит сбор общей информации о проекте, о компании, реализующей проект поглощения; описывается макроэкономическое окружение, в котором находятся обе компании; формируется инвестиционный и операционный план компании-цели проекта. Особенно важным является описание схемы финансирования проекта поглощения.

Блок генерации финансовых документов обеспечивает автоматическое формирование следующих финансовых форм: прогноз движения денежных потоков (Cash Flow), отчет о прибылях и убытках, балансовая ведомость, отчет об использовании прибыли.

Финансовый документ о прогнозе Cash Flow особенно важен для компании, намеревающейся осуществить захват собственности, так как основным методом оценки компании-цели является метод дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flow). Таким образом, с помощью программы Project Expert, осуществляется дисконтирование денежных потоков для оценки проекта поглощения.

Все перечисленные документы представлены в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета IAS и являются источником исходных данных для расчета основных показателей эффективности проекта.

Блок анализа позволяет рассчитать стандартные инвестиционные и финансовые показатели для оценки эффективности инвестиций в компанию-цель:

- Срок окупаемости (PB и DPB);
- Средняя норма рентабельности (ARR);
- Внутренняя норма рентабельности (IRR);
- Модифицированная внутренняя норма рентабельности (MIRR);
- Чистый приведенный доход (NPV);
- Индекс прибыльности (PI);
- Показатели ликвидности;
- Показатели деловой активности;
- Показатели платежеспособности;
- Коэффициенты рентабельности;
- Стоимость и доходность акций предприятия.

Также в блоке анализа заложен модуль анализа чувствительности, обеспечивающий возможность анализа зависимости показателей эффективности проекта от варьируемых параметров. Таким образом, можно исследовать проект поглощения по отношению к изменениям ставки дисконтирования или к другим факторам.

Генератор отчетов позволяет построить безупречно оформленный документ, включив в него необходимые текстовые блоки, таблицы, графики, диаграммы касательно осуществляемого проекта компании поглощения.

Общая последовательность действий при разработке проекта поглощения компании с помощью программы Project Expert включает:

- 1) построение модели компании – объекта поглощения;
- 2) определение потребности в ее финансировании;

- 3) разработка стратегии финансирования;
- 4) анализ финансовых результатов.

Кроме того, можно осуществлять ввод актуальных данных в ходе реализации проекта, что позволяет контролировать сам процесс поглощения.

Одним из приложений программы Project Expert является анализ «Что-Если».

Анализ «Что-Если» (What-If анализ) позволяет тиражировать сценарии проекта поглощения для изменяемых параметров и оценивать их эффективность, то есть организовать анализ набора вариантов проекта.

Также компаниям, заинтересованным в консолидации своего капитала, уместно использовать приложение Project Integrator в случае, если компания-захватчик решит оценить несколько проектов поглощения.

Для работы с этим приложением компания, осуществляющая поглощение, формирует группу проектов, разработанных программой Project Expert, и проводит автоматические расчеты.

Появившаяся на экране таблица отображает интегрируемые данные всей группы компаний.

Таким образом, возможности использования информационных технологий, а именно рассмотренной программы Project Expert, очень широки. Данная программа является эффективным современным инструментом для тех компаний, которые стремятся к укрупнению своего бизнеса.

Глава III. Российская практика проведения поглощений компаний

§1. Методы передела собственности, используемые российскими промышленными компаниями

К сожалению, реструктурирование бизнеса компаний с использованием инструментов рынка ценных бумаг приобрело в российской корпоративной практике довольно уродливые формы. Это выражается в грубом и нечестном перераспределении собственности, которое происходит в России уже более 10 лет.

Все началось с 1993 года, когда в процессе массовой приватизации на рынке появилось огромное количество бывшего государственного имущества, опосредованно представленного в виде акций учрежденных государством акционерных обществ.

Основная масса акций приватизированных предприятий была продана их работникам. Также покупателями приватизированной собственности стали менеджеры, то есть руководители данных предприятий.

Необходимо отметить, что особенностью российских корпоративных отношений является доминирование собственности инсайдеров. При этом менеджмент акционерных обществ стремится получить в свои руки или совместно с аффилированными лицами как минимум контрольный пакет акций, а лучше 100% акций общества, чтобы полностью сосредоточить в своих руках контроль за предприятием. А каждую последующую эмиссию акций менеджмент использует для «размывания» долей мелких или неугодных ему акционеров.

Тенденцией последних лет стал все больший сдвиг структуры акционерного капитала российских промышленных предприятий в направлении менеджериальной модели собственности. Таким выглядит распределение

акционерной собственности в российской промышленности с 1999 по 2003 годы.

Табл.3

Распределение акционерной собственности в российской промышленности, %

<i>Категории акционеров</i>	<i>1999 г.</i>	<i>2001 г.</i>	<i>2003 г.</i>
Инсайдеры, всего	46,2	48,2	52,8
Менеджеры	14,7	21,0	27,7
Работники	31,5	27,2	25,1
Аутсайдеры, всего	42,4	39,7	35,8
Нефинансовые аутсайдеры, всего	32,0	32,4	29,6
Сторонние физические лица	18,5	21,1	19,1
Другие предприятия	13,5	11,3	10,5
Финансовые аутсайдеры, всего	10,4	7,3	6,2
Государство	7,1	7,9	6,6
Прочие акционеры	4,3	4,2	4,8

Источник: Кныш М. И., Пучков В.В., Тютиков Ю.П. Стратегическое управление корпорациями. – СПб.: КультИнформПресс. – 2002 г.

С августовского кризиса 1998 года начался новый передел собственности, который характеризовался ярко выраженным конфликтом интересов различных групп акционеров.

Дело было в том, что участники корпоративных отношений не были готовы платить за приобретаемый контроль над предприятием реальную стоимость полного пакета акций, необходимым им для этого контроля. Именно поэтому с 1998 года самой распространенной формой корпоративной борьбы стали захваты – враждебные поглощения предприятий.

Основными причинами начавшегося «грубого» передела собственности можно назвать желание крупных бизнес-групп создавать вертикально-интегрированные или отраслевые холдинги, подчиняя себе все, начиная от

поставщиков и производителей, и заканчивая территориями потребителей произведенной продукции; наличие интереса к высоко прибыльным экспортно-ориентированным предприятиям, находящимся в руках слабых и неэффективных собственников; произвол региональных властей, пытавшихся взять под свой контроль основные компании своего региона; возможность получить краткосрочные доходы путем перепродажи активов, спекуляции и корпоративного шантажа.

Таким образом, к 2002 году методы захвата собственности в России были достаточно отработаны.

В настоящее время оценки экспертов неоднозначны.

По словам экспертов международной юридической фирмы «Кудер Бразерс», до сих пор «в России происходит беспрецедентный передел собственности – захватываются как отдельные заводы, так и огромные холдинги, контролирующие целые отрасли народного хозяйства страны. Можно говорить о второй, «теневой» приватизации, которая осуществляется не государством, а рядом олигархических групп путем изъятия у законных собственников акций приватизированных компаний и где это возможно, то и у государства акций в стратегических предприятиях, включая реструктурируемые отрасли...» (35)

Ведь важно отметить, что эти процессы наносят огромный вред репутации России, стремительно снижая ее инвестиционную привлекательность.

Другие эксперты считают, что в России в настоящее время завершился процесс передела собственности: «Повышение рыночной стоимости акций успешных предприятий, повышение активности миноритарных акционеров в защите собственных прав, отказ от агрессивных методов ведения корпоративной борьбы в силу общедоступности и высокой стоимости – все это создает благоприятные условия для мирных соглашений сторон в ходе переговоров по осуществлению сделок слияний и поглощений» (28).

Для того чтобы обойти требования российского корпоративного законодательства, разработано множество методов и схем переделов

собственности. Данные методы представляют собой реальную альтернативу сложным и дорогостоящим процедурам, предусмотренным Федеральным Законом РФ «Об акционерных обществах».

Многие из методов передела собственности связаны со злоупотреблениями в российских судах и подкупом государственных чиновников и использованием их в качестве «ресурсов», с помощью которых компании получают акции и активы у законных владельцев за малую часть их реальной стоимости. А наиболее распространенные сегодня в России сценарии «силового захвата» компаний носят признаки организованной преступности.

Действительно, многие специалисты в области корпоративных отношений отмечают зарождение в России нового этапа передела собственности – использование судебных решений для устранения конкурентов при реализации стратегий по поглощению бизнеса.

«Процессы передела собственности втягивают в орбиту коррупции огромные массы чиновников правоохранительных органов: судей, судебных приставов, силовиков всех мастей, сотрудников администраций. Конфликты между корпорациями, в которых крутятся огромные деньги, разлагающе действуют на политиков, журналистов, общественных деятелей» (35).

Существует даже так называемая «тарифная сетка» стоимости услуг правоохранительных органов, участвующих в процессах передела собственности. Так, услуги прокуратуры колеблются от 15 до 350 тысяч долларов США, услуги МВД – от 500 долларов до 30 тысяч долларов. Силовой захват офиса стоит более 20 тысяч долларов, а услуги налоговой полиции обойдутся от 10 до 50 тысяч долларов (35).

Здесь уместно привести высказывание известного политика, главы фонда «Индем» Г. Сатарова, который, характеризуя ситуацию с захватом и переделом собственности, сказал: «Все дело в коррупции. В ее использовании для передела собственности. Коррупция системна, и латанием дыр проблемы не разрешить. Наивно думать, что поправками к нескольким законам бизнес в России защитит себя. Мы неэффективная и бедная страна – отсюда все проблемы» (43).

В ходе переделов собственности российскими компаниями возникло множество незаконных методов ее захвата, дележа, переуступок, обменов, перекрестного владения, блокирования собственников друг с другом и с государством. В конечном счете, эти методы позволяют позиционироваться на рынках, реализовывать более крупные стратегические замыслы – инвестиционные проекты с привлечением иностранных капиталов и с участием государства. Однако многие эксперты утверждают, что в настоящее время основной целью, преследуемой компаниями в ходе передела собственности, является «выдавливание» из бизнеса контролирующих акционеров ряда успешных предприятий стратегических отраслей промышленности, включая государство и субъекты РФ, и, как результат, получение полного контроля над этими отраслями.

Анализ российского опыта переделов собственности дает возможность выделить ряд сформировавшихся схем.

Здесь хотелось бы еще раз отметить, что основным инструментом фондового рынка, используемым в ходе реализации стратегий враждебных поглощений, является *акция*.

Одним из методов передела собственности, получивших широкое распространение в российской практике, является *метод конвертации долгов в акции*.

Этот метод используется как самостоятельно, так и в сочетании с другими методами захвата собственности. Чтобы осуществить конвертацию долгов в акции должника, заинтересованный собственник консолидирует под свой контроль значительную часть его кредиторской задолженности. Перехват долгов почти всегда является предварительным шагом к последующему захвату собственности.

В рамках практического применения данного метода, уместно привести в пример события, развернувшиеся вокруг известного химического комбината «Фосфорит», который стал объектом жесткой борьбы между крупной и

влиятельной группой МДМ и водочным «королем» Санкт-Петербурга А. Сабадашем (15).

Группа МДМ овладела контрольным пакетом акций (54%) «Фосфорита» в процессе формирования под своим контролем цепочки технологически связанных предприятий, начиная с Ковдорского горно-обогатительного комбината как главного поставщика сырья для «Фосфорита». А А. Сабадаш пошел по пути консолидации значительной части кредиторской задолженности «Фосфорита» (550 млн. руб. из общей кредиторской задолженности в 670 млн. руб.) и заручился поддержкой большинства кредиторов. Далее план кредиторов предусматривал выведение активов «Фосфорита» и большей части работников в новое акционерное общество, проведение эмиссии акций и затем обмен акций на кредиторскую задолженность. Бывшие кредиторы, которые становились соответственно собственниками акций, могли сами решать, оставлять им пакеты акций за собой или перепродавать их. Момент перехвата собственности наступает тогда, когда кредиторы принимают решение о том, в чью пользу производится новая эмиссия.

В качестве еще одного примера можно привести ситуацию, возникшую с одним из российских металлургических комбинатов.

Один из крупнейших российских металлургических комбинатов после периода внешнего наблюдения и управления, а затем прекращения процедуры банкротства в связи с достижением договоренности с кредиторами стал предметом активного интереса «ЕвразХолдинга», который и осуществлял внешнее управление. У «ЕвразХолдинга» находился пакет акций комбината в 20%. Группа начала консолидировать задолженность комбината и сосредоточила под своим контролем более 70% его долгов. Комитет кредиторов одобрил план завершения внешнего управления путем дополнительной эмиссии акций на сумму, равную кредиторской задолженности металлургического комбината. Далее кредиторы выкупили акции дополнительной эмиссии на сумму кредиторской задолженности комбината перед ними, а затем комбинат

погасил свой долг этими деньгами. Кредитор становится акционером комбината и продает акции «ЕвразХолдингу».

В результате проведенная дополнительная эмиссия увеличила уставный капитал в 50 раз, при этом доля первоначальных собственников практически полностью «размылась». В течение нескольких месяцев от самого крупного государственного пакета акций в 24%, а также пакета трудового коллектива в 10% почти ничего не остается. Зато «ЕвразХолдинг» вместе с родственными структурами сосредотачивает в своих руках примерно 75% акций металлургического комбината.

Процедура банкротства. Если в нормально функционирующей рыночной экономике банкротство является одним из инструментов естественного процесса реструктуризации капиталов, то в России практика заказных банкротств стало своего рода самостоятельным видом бизнеса. Существуют даже фирмы, специально организующие «банкротство на заказ», в результате которого «лакомые кусочки» вполне жизнеспособных компаний присваиваются новыми собственниками. Это весьма доходный «черный» бизнес.

Однако в настоящее время, в связи с ведением нового Федерального закона «О банкротстве», возбуждение дела о банкротстве компании значительно осложнилось. Дело в том, что решение о взыскании кредиторской задолженности с компании-должника не только должно вступить в силу, но и должно быть предъявлено к исполнению. Это является довольно-таки сложной и длительной юридической процедурой. Поэтому банкротство из самостоятельного бизнеса превратилось во вспомогательный инструмент, который может быть использован в корпоративной борьбе.

В большинстве случаев при возбуждении дела о банкротстве предприятия уже есть определенный заказчик. Потенциальный покупатель кооперируется с кредиторами данного предприятия, обещая вернуть им его долги. Тем самым он позитивно настраивает кредиторов по отношению к себе. В таком сговоре нередко состоят внешний управляющий и директор предприятия, которые способны в кратчайшие сроки нарастить долги предприятия до критического

уровня. А перед началом процедуры фиктивного банкротства его инициаторы, как правило выводят «хорошие» активы в компании, контролируемые заинтересованными в банкротстве лицами.

Общеизвестно, что российская корпоративная практика – яркий пример постоянных конфликтов и противостояний интересов различных групп акционеров. Это является в настоящее время для России совершенно нормальным явлением. Таким образом, использование *метода блокирования с другими акционерами* позволяет оперативно создавать гибкие коалиции по интересам конфликтующими группами акционеров. Борьба за управление государственным пакетом акций АО «Иркутскэнерго» - показательный пример (15).

Государственный пакет в 40% в свое время был разделен между одним акционером, владеющим пакетом примерно в 25% акций, и администрацией Иркутской области (15,5%). Областной администрации удалось объединиться с компаниями «РУСАЛ» и «СУАЛ», которые также являлись акционерами «Иркутскэнерго» и владели пакетами акций в 26% и 10% соответственно. Таким образом, конфликтующая группа во главе с Иркутской администрацией лишила акционера-оппонента даже блокирующего пакета.

К таким согласованным действиям по перехвату контроля над компаниями в пользу какого-то определенного акционера часто прибегают так называемые «дружественные» фирмы (например, оффшорные компании, дочерние структуры, партнеры по перекрестному владению акциями), которые, располагая небольшими пакетами акций, могут в нужный момент поддержать партнера, переуступив ему свою долю в капитале.

Способом откровенно агрессивного захвата собственности путем манипуляций с акционерным капиталом является *метод консолидации акций*. В данном случае захват собственности проходит в 2 этапа.

На первом этапе «отсекаются» нежелательные акционеры и практически полностью «размываются» доли мелких акционеров компании. Для этой цели

проводится консолидация (укрупнение) акций, мотивируемое обычно необходимостью улучшения структуры капитала.

На втором этапе может быть проведена дополнительная эмиссия уже в интересах нового собственника, к которой не допускаются нежелательные бывшие акционеры.

Именно по такой схеме проводилась консолидация акций с вытеснением собственников на одном Волгоградском заводе. Двумя акционерами завода были инвестиционная компания «Минфин» и группа «НОКСС». Компании принадлежал пакет акций завода в 40%, а группа «НОКСС» являлась держателем контрольного пакета акций.

На первом этапе, как владелец контрольного пакета группа провела в марте 2001 года консолидацию акционерного капитала предприятия в четыре акции при одновременном выкупе долей акций у мелких владельцев, после чего оказалось, что от пакета «Минфина» почти ничего не осталось.

На втором этапе через проведение общего собрания акционеров было принято решение о дополнительной эмиссии, так как завод, конечно, не может работать с акционерным капиталом в четыре акции. Но «Минфин» уже не мог получить акции новой эмиссии. В июле 2001 года пострадавшие акционеры подали иск в Московский арбитражный суд, и сделка по консолидации капитала предприятия была остановлена.

По похожей схеме была проделана сделка нефтяной компанией «Северная нефть», которая сначала путем дополнительной эмиссии увеличила свой капитал, затем была проведена консолидация в несколько акций, и впоследствии компания вновь увеличила число акций через дополнительную эмиссию. Так нефтяная компания «Северная нефть» избавилась от нежелательных акционеров, аффилированных с потенциальным конкурентом – нефтяной компанией «ЛУКОЙЛ».

Как можно заметить, методы захвата и отъема собственности часто базируются на манипуляциях с акционерным капиталом, и, прежде всего на использовании дополнительных, как уже отмечалось выше, и не всегда

законных эмиссий акций, позволяющих «размывать» доли конкурентов и неугодных акционеров.

Действительно, использование дополнительных эмиссий акций по закрытой подписке среди «своих» акционеров является довольно популярным методом формирования контрольных пакетов акций, который используется для перехвата контроля в компании. При этом наблюдаются нарушения действующего законодательства, которые могут являться предпосылками для последующего признания дополнительных выпусков ценных бумаг недействительными. Приступая к скупке акций первого выпуска, компания, которая осуществляет поглощение, одновременно оспаривает в судебном порядке законность других дополнительных выпусков акций. И если все другие дополнительные выпуски акций будут признаны недействительными, а, следовательно, аннулированы, то в обращении останутся только акции первого выпуска, значительную долю которых уже скупила компания – захватчик. Таким образом, в руках у захватчика окажется контрольный пакет акций.

К сожалению, российские компании, решившие захватить чью-либо собственность, не останавливаются ни перед чем, используя самые дерзкие способы передела собственности. Так наиболее простым и эффективным способом захвата с точки зрения российских экспертов, является *хищение акций*. Согласно закону хищение акций является преступлением, но это мало пока кого останавливает. Но из-за несовершенства действующего российского законодательства, а также в связи с высокой коррумпированностью правоохранительных органов, привлечь виновных лиц к уголовной ответственности довольно сложно.

Акционер, у которого осуществили хищение акций путем списания их с его лицевого счета, даже и не догадывается о том, что таковым уже не является. Далее акции перепродаются несколько раз, и их собственником становится ставленник компании – захватчика. Впоследствии на внеочередном собрании акционеров будет осуществлен перехват управления компанией – захватчиком, а затем из компании будут выведены «хорошие» активы, которые, в конце

концов, оказываются в руках у так называемого «добросовестного приобретателя». Истребовать имущество у добросовестного приобретателя нельзя, за исключением некоторых случаев, указанных в ГК РФ.

И даже если украденные акции будут возвращены их законному владельцу, у акционерного общества, ставшего жертвой захвата, к тому времени уже ничего кроме огромных долгов не останется.

Иногда компании – агрессоры, которые не располагают значительными денежными средствами для осуществления подкупа судебных, административных или силовых структур, применяют *методы использования манипуляционных технологий*.

Одна из них - технология «*белый рыцарь*» заключается в том, что в компанию - жертву внедряются два действующих лица, принадлежащие одной и той же компании – захватчику: так называемые «черный и белый рыцари».

В качестве черного рыцаря выступает некая агрессивная инвестиционная компания, которая шантажирует менеджеров и крупных акционеров различными компрометирующими сведениями, а также значительным количеством судебных исков. При этом черный рыцарь стремится во что бы то ни стало выкупить у крупных акционеров принадлежащие им доли акций предприятия по крайне низкой цене.

В это время белый рыцарь, узнав о намерениях захвата корпоративной собственности, мягко предлагает акционерам предприятия продать ему контрольный пакет акций по довольно высокой цене по сравнению с требуемой ценой продажи акций агрессору, обещая избавить предприятие от злых умыслов черного рыцаря.

В итоге, доверившись белому рыцарю, предприятие продает ему по собственной воле контрольный пакет акций, а далее исход дела ясен.

Другая технология - *снижение стоимости активов компании в глазах ее собственников*.

Сущность ее заключается в создании в глазах у собственников компании представления о том, что принадлежащие им активы компании являются

проблемными, и от них необходимо избавиться во что бы то ни стало путем продажи своих акций. Для этого используются иски о прекращении деятельности предприятий, якобы наносящих вред экологии близлежащих территорий, проводятся крупномасштабные кампании в средствах массовой информации с тем, чтобы, например, дискредитировать продукцию, производимую предприятиями, являющимися объектами передела собственности, оспариваются сделки по приватизации имущества.

Подводя черту, можно отметить, что приведенные методы не исчерпывают возможности компаний по разработке собственных нетривиальных стратегий по реализации сделки поглощения с тем, чтобы обеспечить себе успех в корпоративной борьбе и сосредоточить собственность и контроль в своих руках. Это основные и наиболее распространенные схемы переделов собственности, используемые в российских корпоративных войнах.

Как известно, что на всякое действие найдется противодействие. Поэтому существует ряд мероприятий, составляющих *систему защиты акционерной собственности*, позволяющих компании, ставшей объектом нападения, защитить свой бизнес от незаконных посягательств со стороны агрессора. В рамках данной системы различают *превентивные (стратегические) меры* и *тактические меры*, применяемые для защиты в «острый» период.

Действительно, компании должны заблаговременно подготовиться к тому, что они могут стать объектом захвата. Однако менеджеры зачастую пренебрегают системой превентивных мер защиты бизнеса по нескольким причинам:

1) многие руководители просто не хотят верить в то, что их собственность может стать целью для компании-агрессора. В этом контексте, лучше сказать, что менеджеры как бы не чувствуют опасности, предпочитая думать, что это их не коснется;

2) необходимо затратить достаточное количество финансовых ресурсов и времени, чтобы сформировать необходимую систему превентивных мер защиты.

И все же к *превентивным мерам* защиты бизнеса, используемым до возникновения и в качестве предупреждения угрозы враждебного захвата собственности можно отнести:

- формирование защищенной корпоративной структуры;
- установление процентного барьера голосов для принятия решений;
- выпуск акций, обладающих приоритетным правом голоса;
- качественное изменение структуры уставного капитала компании путем проведения дополнительной эмиссии;
- создание схем перекрестного владения акциями, препятствующих массовой скупке акций;
- «обездвиживание» акций;
- создание «дружеской кредиторской задолженности» компании, подготовка к введению арбитражного управления;
- обеспечение эффективной экономической безопасности компании с помощью мониторинга текущей ситуации.

Активы компании – ее ценность. *Формирование защищенной корпоративной структуры* компании заключается в том, что права собственности на имущество компании, ее хозяйственная деятельность и риски распределяются таким образом, чтобы не допустить захвата в отношении данной компании.

Так, уместно выделение недвижимого имущества, средств производства в отдельные предприятия с одним и тем же собственником во главе. Тогда захват этих предприятий будет крайне сложен, с той точки зрения, что подконтрольны они одному лицу, не ведут никакой производственной деятельности, и у них отсутствует кредиторская задолженность, которую можно было бы легко приобрести (19).

В некоторых случаях хорошим решением будет вывод активов в дочерние предприятия или реорганизация основной компании в форме разделения (выделения). Это позволит сократить количество миноритарных акционеров, а

также повысить уровень контроля за дочерними предприятиями, последовательно изменяя в своих целях структуру их уставного капитала.

Более того, формирование защищенной корпоративной структуры можно обеспечить путем внесения в учредительные документы компании пунктов, которые могут стать юридической основой для защиты от недружественных поглощений. Так, возможно *установить процентный барьер голосов* путем включения в устав компании положения, согласно которому для принятия решений по сделкам слияния или присоединения необходимо получить одобрение акционеров, владеющих в совокупности 80-90% голосующих акций акционерного общества. Соответственно, захватчику будет необходимо приобрести большой пакет акций, который позволил бы обеспечить ему необходимое количество голосов. А это требует значительных финансовых ресурсов.

Еще одним способом защиты предприятия, используемым до возникновения угрозы захвата собственности, является *выпуск особых акций, обладающих приоритетным правом голоса*. Каждая акция при голосовании предоставляет ее владельцу не один, а, например, десять голосов. Но из-за малой привлекательности данных акций (дивиденды по ним ниже, чем по обыкновенным акциям), их владельцы предпочитают обменять их на обыкновенные акции. В итоге, те акционеры, у которых остались данные акции, при угрозе захвата компании могут воспользоваться преимуществом этих акций, блокировав соответствующие решения на общих собраниях акционеров.

Необходимо заметить, что некоторые корпоративные действия в отношении акционерного капитала компании могут применяться при ведении корпоративной борьбы двояко. Например, *осуществление дополнительной эмиссии акций*. С одной стороны, она является эффективным инструментом для «размывания» долей акционеров, что успешно используется при организации недружественного поглощения. А с другой стороны, проведение дополнительной эмиссии акций в количестве, которое было бы слишком велико

для осуществления скупки, позволяет компании защитить собственный бизнес в преддверии «острой» атаки захватчика.

Далее, для предотвращения враждебного поглощения материнская и дочерняя компании могут организовать *систему перекрестного владения акциями*. Она заключается в одновременном взаимном владении материнской и дочерней компаниями крупными пакетами акций друг у друга. А для обеспечения полного контроля, можно совместить должности генерального директора этих компаний, которые занимало бы одно и то же лицо.

Агрессоры, столкнувшись с системой перекрестного владения акциями, обычно отступают.

Также в отношении акций компании можно провести так называемое *их «обездвиживание»*. Для этого компания создает новое юридическое лицо, в уставный капитал которого «свои» акционеры вносят принадлежащие им акции. Таким образом, происходит «замораживание» акционерной собственности этого юридического лица при обеспечении тотального контроля над его деятельностью. В этом случае осуществить скупку акций компанией – захватчиком просто невозможно.

Наконец, компания может провести *наращивание кредиторской задолженности* перед «своим», «дружественным» кредитором с тем, чтобы к нужному времени эта задолженность была просроченной более чем на 3 месяца, а ее сумма перекрывала задолженность компании перед всеми другими кредиторами. Тогда в отношении этой компании будет начата процедура арбитражного управления. Внешний управляющий сможет обратиться к суду, рассматривающему дело о несостоятельности, с иском об устранении руководителя должника, который является ставленником компании-захватчика. Таким образом, компания возвратится к своим прежним владельцам.

Также суд в качестве обеспечительной меры по иску о взыскании задолженности может наложить арест на имущество компании-цели с тем, чтобы не допустить его срочной реализации в случае захвата.

Здесь, еще раз действительно можно убедиться в том, как одно и то же действие (в последнем случае это консолидация кредиторской задолженности в одних руках), позволяет, с одной стороны, успешно проводить операции поглощения, а с другой стороны, обеспечивать защиту бизнеса от враждебных захватов.

Как известно, своевременная, полная и правдивая информация, полученная компанией, может обеспечить эффективную экономическую безопасность бизнеса в крупных компаниях. Для этого осуществляется *мониторинг текущей ситуации* с тем, чтобы выявить возможности и оценить вероятность захвата данной компании. Для этого осуществляется анализ ситуации на рынке слияний и поглощений в отрасли, к которой относится данная компания, а также анализ взаимоотношений с конкурентами и местными властями, выявляются факты совершения большого количества сделок с ценными бумагами компании, факты поступления предложений со стороны других компаний о продаже пакетов акций.

Таким образом, превентивные меры могут быть очень полезными для компании, старающейся обезопасить свою собственность. Но если компания все же оказалась втянутой в корпоративную войну, то она может применить *тактические меры* защиты собственного бизнеса в чрезвычайный период. Им – особое внимание.

Наиболее распространенными и часто применяемыми являются:

- блокировка пакета акций, принадлежащих потенциальному захватчику;
- выкуп пакета акций, принадлежащего захватчику;
- контркупка собственных акций компанией;
- вывод наиболее ликвидных активов;
- покупка проблемных активов;
- судебное разбирательство;
- встречное нападение на компанию-агрессора;
- проведение широкомасштабной PR-кампании;
- «отравленные пилюли»;

➤ «золотые парашюты».

Все эти меры можно объединить в несколько групп: меры, осуществляемые в отношении акций – как основного инструмента рынка корпоративного контроля; в отношении активов компании, ради которых, собственно говоря, и происходят поглощения; меры, основу которых составляют правовые судебные процедуры; меры, направленные на использование информации как серьезного оружия корпоративной борьбы; иные меры.

Так, в отношении акций применяется *блокировка пакета акций, принадлежащих компании-захватчику*. Эта мера окажется полезной в том случае, если компании удастся за это время провести дополнительную эмиссию акций, в результате которой доля акций, принадлежащих агрессору, окажется «размытой».

Осуществить блокировку акций можно, воспользовавшись нарушениями, допущенными захватчиком при скупке акций у акционеров компании. Например, для преодоления преимущественного права приобретения при скупке акций закрытого акционерного общества, могут совершаться притворные сделки дарения, прикрывающие реальные сделки купли-продажи акций. В этом случае суд, разобравшись с данной ситуацией на основании исков, поданных акционерами о признании сделок дарения недействительными, может наложить арест на акции «подаренные» агрессору или запретить голосовать по ним (14).

Во многих ситуациях эффективным инструментом является *выкуп акций*, сконцентрированных компанией-захватчиком с целью поглощения, самой компанией-целью по более высокой цене. Этот инструмент получил название «зеленая броня». Ведь довольно распространенным в развитых странах бизнесом является покупка предприятий с целью последующей перепродажи. В этом случае покупка пакета акций, принадлежащих агрессору, по более высокой цене, является для него своего рода премией с тем, чтобы агрессор отказался от своих дальнейших планов по захвату собственности.

Еще одним способом защиты бизнеса в условиях начавшейся атаки является *контркупка собственных акций компанией-целью*.

Важный момент при реализации этой схемы - доверие и хорошие взаимоотношения миноритарных акционеров с менеджментом компании. В этом случае миноритарии будут готовы продать принадлежащие им акции менеджменту даже по цене, намного меньшей их истинной стоимости. Единственное «но» - это способность компании-цели быстро мобилизовать средства для покупки акций у своих акционеров.

Естественно, как отмечалось выше, привлекательность компании - объекта поглощения – в ее активах. Поэтому *выведение наиболее ценных и ликвидных активов* из предприятия, с одной стороны, позволяет менеджменту создать «запасной аэродром», куда команда менеджеров рассчитывает «приземлиться» в случае утраты контроля над предприятием; а с другой стороны, снижает привлекательность данного предприятия для захватчика (19).

Однако следует принимать во внимание, что сделки купли-продажи имущества в свете вывода активов могут оспариваться в гражданском порядке, а генерального директора предприятия могут привлечь к уголовной ответственности. Кроме того, вывод активов оформляется сделками по отчуждению имущества, что, в свою очередь, требует соблюдения действующего законодательства, касающегося порядка одобрения крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность.

Обратная ситуация - *покупка проблемных активов*. В этом случае компания приобретает такое имущество, которое могло бы создать захватчику проблемы с антимонопольным законодательством или административными органами.

В настоящее время довольно эффективной является защита бизнеса правовыми способами. В процессе *судебного разбирательства* компания, ставшая жертвой враждебного поглощения, может последовательно оспаривать незаконные судебные акты, предъявляемые к ней. Великолепный пример применительно к этому – ярчайшая борьба за целлюлозные комбинаты между

компаниями «Базовый элемент» и «Илим Палп Энтерпрайз», которая будет рассмотрена в следующем параграфе.

Более того, в рамках использования юридического поля для разрешения конфликтов, компания может прибегнуть к такому нетривиальному способу как *встречное нападение на компанию-агрессора*. Так, компания, ставшая жертвой передела собственности, может обратиться с различными исками в суды, правоохранительные органы, проведение PR-кампании в СМИ, порочащей репутацию агрессора.

Например, обратившись в суд с хорошо продуманным иском, можно добиться ареста счетов, принадлежащих захватчику в качестве обеспечительной меры по иску. В результате у компании-захватчика не будет средств, чтобы расплатиться с акционерами за приобретенные акции.

Информация, действительно, является мощным оружием борьбы. И компании в целях защиты своего бизнеса стремятся применить тактику максимальной публичности конфликтов, возникших вокруг их собственности. Для этого организуются *широкомасштабные PR-кампании*, открыто освещающие происходящие события в выгодном свете для обороняющейся компании и позволяющие, таким образом, сформировать положительное мнение об объекте нападения для отечественного и западного бизнес-сообщества.

К иным мерам, позволяющим обеспечить защиту от враждебных поглощений, относятся *«отравленные пилюли»* и *«золотые парашюты»*. Эти понятия пришли в России из западной корпоративной практики.

Под *«отравленными пилюлями»* подразумеваются действия менеджмента компании, ставшей жертвой недружественного поглощения, призванные создать захватчику дополнительные проблемы.

«Отравленных пилюль» существует множество.

Классической «отравленной пилюлей» считается внесение в устав компании положения, обязывающие захватчика выкупить акции у других акционеров по очень высокой цене. Однако в российской практике такой вариант «отравленных пилюль» не работает, так как достаточно сложно

доказать в суде, что группа лиц, дружно скупавшая акции, координируется из единого центра.

Наиболее распространенной «отравленной пилулей» в российской корпоративной практике является заключение кабальных сделок незадолго перед захватом. Эти сделки предусматривают обязанность компании закупать сырье по завышенным ценам или продавать произведенную продукцию по заниженным. В случае отказа от их исполнения, компания должна будет заплатить огромные штрафы.

Также применяется массовый выпуск векселей компанией-целью на астрономические суммы. В этом случае захватчик столкнется с необходимостью выплачивать денежные средства любому лицу, предъявившему вексель.

Уже уходя их захваченной компании, в качестве «отравленной пилули» ее менеджмент может попытаться уничтожить все учредительные и бухгалтерские документы компании, а также форматирует все жесткие диски, на которых могла быть любая информация, касающаяся компании.

В отличие от «отравленных пилуль», «золотые парашюты» используют исключительно правовые средства. Данный способ защиты подразумевает заключение с менеджментом компании-цели трудовых договоров, которые предусматривают выплаты значительных денежных компенсаций при досрочном освобождении от занимаемой должности в случае недружественного захвата собственности.

Вывод: Передел собственности – это явление, характеризующееся захватом собственности и крупными корпоративными конфликтами между акционерами. Данное явление продолжается в России уже более 10 лет.

За последнее время возникло множество незаконных методов захвата собственности, ее дележа, переуступок, обменов, перекрестного владения, блокирования собственников друг с другом и с государством. А основной целью на сегодняшний день, преследуемой компаниями в ходе передела собственности, является «выдавливание» из бизнеса контролирующих акционеров ряда успешных предприятий стратегических отраслей

промышленности, включая государство и субъекты РФ, и, как результат, получение полного контроля над этими отраслями.

К сожалению, российская корпоративная практика свидетельствует о том, что передел собственности в России связан со злоупотреблениями в судах и подкупом государственных чиновников и использованием их в качестве «ресурсов», с помощью которых компании получают акции и активы у законных владельцев за малую часть их реальной стоимости.

Действительно, многие специалисты в области корпоративных отношений отмечают зарождение в России нового этапа передела собственности – использование судебных решений для устранения конкурентов при реализации стратегий по поглощению бизнеса.

Компаниям, подвергшимся нападению, приходится отстаивать права на свою собственность. Поэтому, меры, направленные на защиту бизнеса компании, составляют довольно-таки обширный список. Они могут быть использованы не только в апофеозе корпоративной войны, но и до возникновения угрозы недружественного поглощения. Также как и методы захвата, большая их часть базируется на манипуляциях с акциями компании – жертвы. Ведь акция – это основной инструмент корпоративной борьбы.

В заключение, хотелось бы отметить, что в настоящее время к проблеме передела собственности незаконными методами все же удалось привлечь внимание депутатов Госдумы, Минэкономразвития, Минфина и других высших государственных институтов. На парламентских слушаниях по проблеме передела собственности, состоявшихся в мае 2003 года, была провозглашена необходимость проведения реформы, направленной на улучшение законодательства в области защиты прав собственности и инвестиций. Методы передела собственности действительно должны подвергнуться жесткой критике со стороны всего бизнес-сообщества. Иначе «очень скоро Россия может превратиться в государство, где господство права, уважение и эффективная защита государственной и честной собственности, здоровая конкуренция и свободное предпринимательство станут исключением из правил. С утратой этих

фундаментальных основ рыночной экономики приходит разруха, тотальная коррупция и бандитский произвол» (56).

И, как следствие, снижается инвестиционная привлекательность России, падает ее престиж и репутация в мировом сообществе.

§2. Конфликт вокруг «Илим Палп Энтерпрайз» как пример корпоративных войн в России

Война за обладание самой прибыльной долей российского лесопромышленного комплекса (ЛПК) – целлюлозными комбинатами – между компаниями «Базовый элемент» (КБЭ) и «Илим Палп Энтерпрайз» (ИПЭ) стала ярчайшим примером корпоративных войн этого столетия в России. И это не случайно.

Во-первых, война между ИПЭ и КБЭ стала первым конфликтом такого масштаба, когда была предпринята попытка взять под свой контроль фактически целую отрасль.

Во-вторых, столкновение интересов произошло в отрасли, имеющей стратегическое значение, поэтому от того, чью позицию поддержит в данном конфликте государство, зависел исход борьбы.

В-третьих, это была ситуация, в которой в концентрированной форме выразились основные методы захвата и передела собственности и способы борьбы с ними.

В-четвертых, впервые в рамках подобного конфликта, защищающейся стороне удалось отстоять свои интересы, оставаясь исключительно в правовом поле – путем последовательного оспаривания в судах всех фактов незаконных посягательств на собственность компании «Илим Палп Энтерпрайз».

Интерес компании «Сибирский алюминий» (в компанию «Базовый элемент» СИБАЛ преобразовался в конце 2001 года) к лесной отрасли возник неслучайно. В 2001 году произошло падение цен на алюминий, и это убедило

главу СИБАЛа Олега Дерипаску в необходимости приобретения нового бизнеса – бизнеса, не уступающего по рентабельности алюминию.

Лесная отрасль выглядела очень привлекательной: восполняемая сырьевая база, солидные производственные мощности, особенно в сфере выработки целлюлозы, постоянно растущий спрос на эту продукцию.

Необходимо было принимать во внимание то, что в лесопромышленном комплексе уже действовали мощные российские и иностранные компании с огромным финансовым потенциалом и обладающие незапятнанной репутацией на мировых рынках – «Альфа», «Волга», австрийская компания Neusiedler (владеющая Сыктывкарским ЛПК с весны 2002 года), транснациональная International Paper (с 1998 года ей принадлежит Светогорский ЦБК) и другие. Но их основной бизнес был связан с выпуском бумаги, поэтому вторгаться в эту сферу было очень трудно. Таким образом, руководство СИБАЛа принимает решение разработать план поглощения предприятий, выпускающих целлюлозу и упаковочные материалы.

Генеральный план вхождения в российский лесопромышленный комплекс, разработанный СИБАЛом, выглядел следующим образом.

На первом этапе приобретается союзник в лице достаточно крупной компании, профессионально занимающейся лесом и лесопереработкой.

На втором этапе к активам этой компании-союзника присоединяется одно или несколько ключевых предприятий целлюлозно-бумажного комплекса. Под присоединением понимается осуществление недружественного поглощения предприятий с использованием в большинстве своем незаконных методов передела собственности.

На третьем этапе для дальнейшего расширения сырьевой базы приобретаются лесхозы, после чего продолжается планомерное приобретение перерабатывающих предприятий. Реализация продукции осуществляется через уже имеющиеся компании.

Объектами недружественного поглощения были выбраны предприятия, принадлежащие компании «Илим Палп Энтерпрайз»: Котласский целлюлозно-

бумажный комбинат (Котласский ЦБК) и Братский лесопромышленный комплекс (Братский ЛПК).

Корпорация «Илим Палп Энтерпрайз» (Санкт-Петербург) является дочерней компанией швейцарской Intertsez S.A. и входит в десятку мировых компаний по уровню производства товарной целлюлозы, собственных запасов и заготовке леса.

Контрольные пакеты акций Братского ЛПК и Котласского ЦБК были приобретены «Илим Палп Энтерпрайз» на вторичном рынке в конце 90-х годов. Вхождение в состав ИПЭ характеризовалось для комбинатов преодолением кризиса, проведением модернизации производства и рядом других принципиальных улучшений, позитивно повлиявших на динамику производственных и финансовых показателей. Стратегия развития комбинатов в составе ИПЭ предполагала оптимизацию их технологической и управленческой структуры в рамках корпорации, реализацию масштабной инвестиционной программы, переход на единую акцию. Кроме того, сама компания «Илим Палп Энтерпрайз» планировала осуществить IPO.

По мнению оппонентов «Илим Палп Энтерпрайз», якобы именно из-за невыполнения компанией инвестиционной программы в отношении своих комбинатов, СИБАЛу и удалось развязать корпоративную войну.

Котласский ЦБК является самым крупным предприятием лесной отрасли с годовым оборотом в 330 млн. долларов США, а Братский ЛПК – одним из самых перспективных с годовым оборотом в 285 млн. долларов США (53).

Историю развития конфликта можно условно разделить на две временных стадии. Первая стадия – с декабря 2001 года по март 2002 года. Вторая стадия – с апреля 2002 года по октябрь 2003 года.

Первый удар по компании «Илим Палп Энтерпрайз» «Базовый элемент» нанес в декабре 2001 года. Этому предшествовала широкомасштабная PR-кампания в федеральных и региональных СМИ, организованная компанией «Базовый элемент». Основные тезисы оппонентов были таковы (55):

- менеджеры «Илима» выводят из Братского ЛПК наиболее ликвидные активы в специально созданное ОАО «Целлюлозно-картонный комбинат», делая при этом Братский ЛПК своим крупнейшим должником;
- ИПЭ не платит в местные бюджеты и имеет огромные задолженности перед региональной энергокомпанией;
- ИПЭ не инвестирует средства в развитие предприятий региона;
- к ИПЭ есть претензии у многих государственных структур – МНС, Счетной палаты, Генпрокуратуры, РФФИ и т.д.

Все это, убеждали оппоненты ИПЭ, наносило огромный ущерб государству, социальной сфере, рабочим, жителям области и т.д. Кроме того, некоторые наблюдатели отмечают, что в ключевых СМИ возможные ответные PR-мероприятия со стороны ИПЭ были заблокированы.

Параллельно была предпринята попытка организовать давление на ИПЭ со стороны упомянутых выше государственных структур. Однако эти действия оказались неэффективными. Тогда было принято решение заходить на Братский ЛПК через «свой» суд.

По иску миноритарного акционера, обладателя двух акций в одном из судов Нижнего Новгорода было принято решение, в обеспечение предъявленного к рассмотрению иска, о восстановлении в должности смещенного несколько месяцев назад с поста генерального директора Георгия Трифонова. Кроме того, решением суда запрещалось проведение Совета директоров предприятия, что дало Трифонову основание для несменяемости на нужное «Базовому элементу» время. 21 декабря 2001 года произошел силовой захват оперативного управления ОАО «Целлюлозно-картонный комбинат», руководство которым приняли на себя менеджеры структур, аффилированных с компанией СИБАЛ (55).

Юридический ответ корпорации «Илим Палп Энтерпрайз» оказался адекватным. Постановлениями вышестоящих судов Санкт-Петербурга, Владивостока и Екатеринбурга по встречным искам ИПЭ были признаны

незаконными определения об обеспечительных мерах региональных судов по искам миноритариев и оспорены полномочия нового руководства комбината. 15 января 2002 года Братский Арбитражный суд признает действия судебных приставов незаконными, а 16 января структуры СИБАЛа покидают комбинат с условием выкупа «Илим Палпом» принадлежавшего им Усть-Илимского ЛПК за 220 млн. долларов (55).

Так закончилась первая стадия конфликта между «Илим Палп Энтерпрайз» и компанией «Базовый элемент» за два целлюлозно-бумажных комбината.

Вторая стадия конфликта началась весной 2002 года, когда «Базовый элемент», его дочерняя компания «Континенталь Менеджмент» (ранее «Континенталь-инвест») и Банкирский дом «Санкт-Петербург» объявили о своем желании построить вертикально-интегрированный лесопромышленный холдинг.

Таким образом, согласно генеральному плану вхождения в лесную отрасль, именно компания «Континенталь Менеджмент», профессионально занимающаяся лесопереработкой и стала тем самым союзником прежнего СИБАЛа, а ныне «Базового элемента».

В апреле 2002 года в Федеральных судах Ленинского и Заводского районов города Кемерово состоялись слушания по искам миноритарных акционеров Братского ЛПК и Котласского ЦБК, Мелькина и Рудакова, о нарушении их прав основными акционерами. Один миноритарий оспаривал факт выполнения инвестиционной программы на Котласском комбинате, а второй – сомнительную реструктуризацию предприятия в Братске. Истцы заявили, что подобная деятельность «Илим Палпа» нанесла обоим предприятиям совокупный ущерб на сумму более 100 млн. долларов (46).

А 25 апреля 2002 года суды вынесли заведомо незаконные решения по предъявленным искам, обратив взыскание на акции комбинатов, несмотря на наличие необходимых средств на рублевых и валютных счетах ИПЭ. В итоге были арестованы 83% акций Братского ЛПК и 61% Котласского ЦБК, а затем в

июне 2002 года Северо-Западное отделение РФФИ через посреднические структуры реализовало их за сумму в 100 млн. долларов в пользу компаний: «Базовый элемент», «Континенталь Менеджмент» и Банкирский дом «Санкт-Петербург» (54).

Летом 2002 года оппоненты ИПЭ, считавшие себя полноправными собственниками комбинатов на основании «добросовестного приобретения» контрольных пакетов акций, собрали внеочередное собрание акционеров ОАО «Котласский ЦБК» в поселке Горбунки Ленинградской области, на котором были избраны «альтернативные» органы управления. А предпринятые «Базовым элементом» неоднократные попытки захватить управление Котласским ЦБК с использованием силовых структур не дали должного результата.

Кроме этого, компания «Континенталь Менеджмент» уже в декабре 2002 года попыталась захватить Братский ЛПК. Это сделать также не удалось, так как было обнаружено, что исполнительные листы, которыми оперировали судебные приставы, были отменены двумя месяцами ранее.

Пик конфликта пришелся на апрель-август 2003 года, когда компания «Илим Палп Энтерпрайз» намеревалась реализовать стратегический план по переводу своих предприятий на единую акцию путем слияния всех предприятий в новое ОАО «Илим – Лесопромышленные предприятия». Для этого было решено провести годовые собрания акционеров в Братске, Котласе и Усть-Илимске с повесткой дня по вопросу слияния предприятий ИПЭ.

Однако реестродержатель не допустил на собрание в Братский ЛПК некоего Александра Кривенкова, который утверждал, что является представителем государства, владеющего «золотой акцией» предприятия, но при этом у него нет документов, подтверждающих его полномочия (22). Далее Кривенков стал утверждать, что ему было предоставлено якобы поддельное письмо об отзыве его доверенности на голосование. Именно это и стало отправной точкой уголовного преследования ИПЭ. В августе 2003 года в центральном офисе ИПЭ были проведены обыски в рамках данного уголовного дела.

Последние действия оппонентов заставили ИПЭ отказаться на некоторое время от проведения сделки по слиянию всех предприятий в новое ОАО «Илим – Лесопромышленные предприятия» и перехода их на единую акцию.

Таким образом, события последних двух лет стали настоящим шоком для руководства «Илим Палп Энтерпрайз» - компании, развивавшей свой бизнес почти 10 лет и не являвшейся до этого объектом корпоративных захватов. Но именно грамотная защита собственного бизнеса помогла ИПЭ в итоге выиграть эту корпоративную войну.

С этой целью, менеджментом компании были предприняты следующие основные действия:

- ✓ последовательное отстаивание своих прав и интересов в судах;
- ✓ тактика максимальной публичности конфликта.

Так, иски миноритарных акционеров, послужившие причиной ареста и продажи акций, были оспорены ИПЭ в областном суде г. Кемерово. А решения судов по аресту пакетов акций в качестве обеспечительной меры по данным искам были отменены 4 ноября 2002 года.

Но основным юридическим полем конфликта стала проблема «двойного» реестра. Она возникла в ходе проведения сделок по продаже Фондом федерального имущества 83% акций Братского ЛПК и 61% Котласского ЦБК компаниям – оппонентам «Илим Палп Энтерпрайз».

Эти сделки в итоге не доведены до конца, поскольку факт смены собственника акций был зафиксирован в реестрах предприятий, находящихся в ЗАО «Петербургская центральная регистрационная компания» (ПЦРК). Однако «Илим Палпу» удалось доказать, что ПЦБК на тот момент уже не являлась реестродержателем комбинатов, так как договор с ней был расторгнут еще 3 июня 2002 года, то есть до продажи акций. А у надлежащего же регистратора – компании «Энергорегистратор» - факт смены собственника акций не зафиксирован.

Кроме того, в одном из судебных процессов, связанных с конфликтом по поводу надлежащего регистратора, оказалась замешена и ФКЦБ России,

фактически поддерживавшая сторону захватчика. Комиссия пыталась отозвать лицензию у компании «Энергорегистратор» и предписала ПЦРК возобновить проведение операций в реестрах акционеров Котласского ЦБК и Братского ЛПК. «Илим Палп Энтерпрайз» оспорил это предписание – в 2003 года его признал недействительным Федеральный арбитражный суд Московского округа. Однако комиссия не торопилась аннулировать реестр ПЦРК. По мнению ФКЦБ, арбитражный суд лишь констатировал, что предписание ФКЦБ недействительно. Но его решение не несет в себе никаких мер, обязывающих комиссию совершать какие-либо действия.

В итоге «Илим Палп Энтерпрайз» все же удалось добиться от ФКЦБ признания законным реестродержателем двух предприятий ОАО «Центральный московский депозитарий» (постановление ФКЦБ от 02.07.2003 года), где реестры комбинатов находятся и в настоящее время.

Сами же действия РФФИ по продаже пакетов акций были последовательно признаны законными рядом судебных инстанций и закреплены решением Высшего арбитражного суда.

Но, несмотря на это, учитывая успешное разрешение конфликта вокруг регистратора предприятий и признание недействительными самих договоров купли-продажи, собственником акций Братского ЛПК и Котласского ЦБК является корпорация «Илим Палп Энтерпрайз».

Вторым ключевым способом защиты бизнеса «Илим Палпа» стала информационная защита. Широкое освещение конфликта, придание ему публичности позволили ИПЭ завоевать симпатии общественности, открыто показать методы, использованные противником в процессе передела собственности.

Компания сумела добиться максимальной публичности ситуации за рубежом. Дело «Илим Палп Энтерпрайз» стало «кейсом» и изучается в Гарвардском, Чикагском университетах, Мировом банке.

Был специально организован приезд корреспондентов на Котласский ЦБК из ведущих мировых СМИ. В пресс-пул «Илим Палпа» вошли «New York

Times», «Wall Street Journal», «Financial Times», «France Press», «Moscow Times», «Russia Journal», информационное агентство «Bloomberg», австрийское телевидение и другие. Для компании «Базовый элемент» иностранные СМИ – антиресурс, они независимы, и их нельзя подчинить своим интересам. Нужно констатировать тот факт, что репутация КБЭ за рубежом серьезно страдает. Основной удар по «Илим Палпу» «Базовый элемент» наносил, используя отечественные СМИ.

Для проведения широкомасштабной PR-кампании за рубежом было выбрано одно из лучших американских агентств Fleishman Hilliard. А впоследствии зарубежная PR-кампания ИПЭ будет отмечена в США как «Лучшая иностранная PR-кампания года» (22).

В ходе освещения корпоративного конфликта, компанией «Илим Палп Энтерпрайз» провозглашались защита интересов государства, так как лесная отрасль стратегически важна, и «добросовестность» приобретения акций комбинатов. Кроме того, тезисная база компании основывалась на приверженности корпоративным нормам поведения (на что указывает начатая ИПЭ реформа корпоративного управления) и прозрачности бизнеса (появилась информация об отчетности ИПЭ по стандартам IAS – торжественный манифест прозрачности компании).

К концу 2003 года разрешение конфликта удалось направить в мирное русло. Компании «Илим Палп Энтерпрайз» и «Континенталь Менеджмент» начали переговоры, на которых обсуждались четыре варианта решения вопроса о спорной собственности. Первый вариант предполагает, что контроль над комбинатами закрепится за «Илим Палпом», а «Континенталь Менеджмент» получит около 100 млн. долларов отступных. Второй вариант предусматривает продажу «Илим Палпу» всех лесопромышленных активов «Континенталь Менеджмента», включая спорные комбинаты, примерно за 300 млн. долларов. В третьем варианте «Илим Палп» и «Континенталь Менеджмент» объединяют свои активы в новую компанию, где у сторон будет по 50% акций, а «Континенталь Менеджмент» доплатит за них около 150 млн. долларов.

Руководить новой компанией пригласят независимого иностранного менеджера. И, наконец, последний вариант предполагает выкуп компанией «Континенталь Менеджмент» всего бизнеса «Илим Палпа за 450 млн. долларов (54).

Эксперты все больше склоняются к тому, что будет воплощен в жизнь первый вариант, что приведет к полной «сдаче» ситуации со стороны КБЭ с выплатой ей компанией «Илим Палп Энтерпрайз» отступных.

Битва «лесных олигархов» не стала украшением отрасли, серьезно снизив ее инвестиционную привлекательность. Несмотря на прогнозы притока в лесную отрасль крупных иностранных инвестиций, зарубежные компании делают пока лишь первые нерешительные шаги в российский лес. Впрочем, в скором времени сюда могут войти два крупных финских концерна – Stora Enso и Metsaliitto. Stora Enso открыл один лесопильный завод в Карелии, и в настоящее время достраивает второй завод в Новгородской области. Инвестиции компании в российский проект оцениваются аналитиками в 30 млн. евро. А концерн Metsaliitto планирует построить в Ленинградской области лесопильный завод за 60 млн. евро, а если этот проект удастся, то вложить еще 900 млн. долларов в строительство нового целлюлозно-бумажного комбината (47).

На международной конференции «Корпоративные поглощения в России», состоявшейся 1 июля 2003 года в Москве, глава корпорации «Илим Палп Энтерпрайз» Захар Смушкин объявил о том, что практика недружественных корпоративных поглощений для России неприемлема и что «необходимо менять ментальность российского бизнеса» (55).

Вывод: корпоративный конфликт вокруг двух целлюлозно-бумажных комбинатов между корпорацией «Илим Палп Энтерпрайз» и компанией «Базовый элемент» продемонстрировал, что Россия все более меняется в позитивную сторону. Еще 3-4 года назад ИПЭ вряд ли сумел бы отстоять правовыми средствами свои интересы в подобном конфликте. «Илим Палпу» удалось добиться результата в правовом поле, путем последовательного оспаривания незаконных судебных актов против компании. Кроме того,

применив тактику максимальной публичности конфликта, ИПЭ лишила своих противников главных козырей – сделать все быстро и тихо.

Заключение

В настоящее время реструктуризация – одно из существенных стратегических направлений деятельности практически любой компании, нацеленной на успешный бизнес, а также эффективный рыночный инструмент повышения ее стоимости и конкурентоспособности.

Реструктурирование бизнеса компаний с использованием ценных бумаг, то есть инструментов фондового рынка, стала проводиться в России с 1997 года.

Для реструктурирования бизнеса компаний, в частности, для реструктуризации активов и задолженности, могут быть использованы следующие ценные бумаги: *акции, облигации, векселя и американские депозитарные расписки (АДР)*. Кроме того, данные ценные бумаги можно назвать «инструментами» в корпоративной борьбе при реструктуризации акционерного капитала.

Акция используется в 2-х аспектах: в качестве инструмента достижения контроля при реструктуризации акционерного капитала; в качестве основного инструмента при слияниях и поглощениях; а также для целей реструктурирования задолженности компании.

С помощью *облигации, векселя и АДР* компания может осуществлять управление структурой долга, привлекать средства для проведения сделок по укрупнению бизнеса компании.

А с точки зрения реструктуризации акционерного капитала особый интерес представляют *конвертируемые облигации*, которые могут рассматриваться как скрытый выпуск акций. Конвертация этих облигаций в акции позволяет изменить структуру акционерного капитала, что используется акционерами для целей реализации корпоративного контроля.

Вексель - еще один инструмент фондового рынка, используемый для реструктурирования бизнеса. С его помощью возможно осуществить или предотвратить сделку поглощения компании.

Проблемы, связанные с отсутствием четкого регулирования на российском рынке обращения АДР и практики голосования по ним дает возможность использовать *АДР* в качестве инструмента достижения контроля при реструктуризации акционерного капитала, а также в качестве инструмента проведения сделок слияния, поглощения и разукрупнения бизнеса.

Основная идея укрупнения – повышение стоимости новой компании в результате слияния, поглощения, покупки активов, создания филиалов, выкупа контрольного пакета акций, получение синергетического эффекта, увеличение рыночной доли на собственном рынке, и соответственно повышение конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Для обеспечения выгодности и эффективности сделок по слиянию и поглощению требуется тщательный анализ целей, преследуемых компаниями при проведении данных сделок, анализ изменения конкурентной среды, технологий, последствий ответов конкурентов. Анализ выгодности должен основываться на доходности, прогнозируемости бизнеса, и не подменять это целью достижения полного контроля.

Следует заметить, что количество сделок по поглощению компаний значительно превышает число слияний на российском рынке корпоративного контроля. При этом три четверти поглощений – враждебные.

И в связи с этим, можно констатировать тот факт, что, к сожалению, реструктурирование бизнеса компаний с использованием инструментов рынка ценных бумаг приобрело в российской корпоративной практике довольно уродливые формы.

Передел собственности – это явление, характеризующееся захватом собственности и крупными корпоративными конфликтами между акционерами. Данное явление продолжается в России уже более 10 лет.

За последнее время возникло множество незаконных методов захвата собственности, ее дележа, переуступок, обменов, перекрестного владения, блокирования собственников друг с другом и с государством. А основной целью на сегодняшний день, преследуемой компаниями в ходе передела

собственности, является «выдавливание» из бизнеса контролирующих акционеров ряда успешных предприятий стратегических отраслей промышленности, включая государство и субъекты РФ, и, как результат, получение полного контроля над этими отраслями.

К сожалению, российская корпоративная практика свидетельствует о том, что передел собственности в России связан со злоупотреблениями в судах и подкупом государственных чиновников и использованием их в качестве «ресурсов», с помощью которых компании получают акции и активы у законных владельцев за малую часть их реальной стоимости.

Действительно, многие специалисты в области корпоративных отношений отмечают зарождение в России нового этапа передела собственности – использование судебных решений для устранения конкурентов при реализации стратегий по поглощению бизнеса.

А неэффективность и несовершенство действующего корпоративного законодательства создает реальную почву для многочисленных ущемлений и нарушений прав не только миноритарных, но и мажоритарных акционеров.

Российским компаниям, подвергшимся нападению, приходится отстаивать права на свою собственность. Поэтому, меры, направленные на защиту бизнеса компании, составляют довольно-таки обширный список. Они могут быть использованы не только в апофеозе корпоративной войны, но и до возникновения угрозы недружественного поглощения. Также как и методы захвата, большая их часть базируется на манипуляциях с акциями компании – жертвы. Ведь акция – это основной инструмент корпоративной борьбы.

Однако приведенным примером, связанным с корпоративным конфликтом вокруг двух целлюлозно-бумажных комбинатов, развернувшимся между корпорацией «Илим Палп Энтерпрайз» (ИПЭ) и компанией «Базовый элемент» удалось доказать, что Россия все же меняется в позитивную сторону. Еще 3-4 года назад ИПЭ вряд ли сумел бы отстоять правовыми средствами свои интересы в подобном конфликте. «Илим Палпу» удалось добиться результата в правовом поле, путем последовательного оспаривания незаконных судебных

актов против компании. Кроме того, применив тактику максимальной публичности конфликта, ИПЭ лишила своих противников главных козырей – сделать все быстро и тихо.

Кроме того, необычайно радует тот факт, что в настоящее время к проблеме передела собственности незаконными методами все же удалось привлечь внимание чиновников и специалистов высших государственных институтов страны. На парламентских слушаниях по проблеме передела собственности, состоявшихся в мае 2003 года, была провозглашена необходимость проведения реформы, направленной на улучшение законодательства в области защиты прав собственности и инвестиций.

Методы передела собственности и сам современный процесс реструктурирования бизнеса компаний действительно должны подвергнуться жесткой критике со стороны всего бизнес-сообщества. Иначе «очень скоро Россия может превратиться в государство, где господство права, уважение и эффективная защита государственной и честной собственности, здоровая конкуренция и свободное предпринимательство станут исключением из правил. С утратой этих фундаментальных основ рыночной экономики приходит разруха, тотальная коррупция и бандитский произвол» (56). И, как следствие, снижается инвестиционная привлекательность России, падает ее престиж и репутация в мировом сообществе.

Список литературы

Нормативные акты

- 1) Гражданский кодекс РФ (часть первая) №51-ФЗ от 21.10.1994 г.
- 2) Федеральный закон «Об акционерных обществах» №208-ФЗ от 24.11.1995 г.
- 3) Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» №127-ФЗ от 26.10.2002 г.
- 4) Закон РСФСР «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» № 948-1 от 22.03.1991 г.
- 5) Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» №46-ФЗ от 05.03.1999 г.
- 6) Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ от 22.04.1996 г.
- 7) Постановление Правительства РФ «Об условиях и порядке реструктуризации задолженности организации по платежам в федеральный бюджет» №254 от 05.03.1997 г.
- 8) Постановление ФКЦБ России «О стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» № 03-30/пс от 18.06.2003 г.
- 9) Указ Президента РФ «О передаче субъектам российской Федерации находящихся в федеральной собственности акций акционерных обществ, образованных в процессе приватизации» №292 от 27.02.1996 г.
- 10) Концепция формирования отраслевых программ реструктуризации. Утв. Минпром РФ от 12.03.1997 г.

Монографии и учебные издания

- 11) Бердникова Т.Б. Механизм деятельности акционерного общества на рынке ценных бумаг России. – М.: ИНФРА-М, 2000 г. – 152 с.
- 12) Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. Учебное пособие – М.: ЮНИТИ, 2002 г. - 720 с.
- 13) Ван Хорн, Джеймс, Вахович, Джон. Основы финансового менеджмента. 11-е издание.: Пер. с английского – М.: Издательский дом "Вильямс", 2003

г. - 992 с.

- 14) Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – М.: Ось-89, 2003 г. – 176 с.
- 15) Кныш М.И., Пучков В.В., Тютиков Ю.П. Стратегическое управление корпорациями. – СПб.: КультИнформПресс, 2002 г. – 239 с.
- 16) Мазур И.И., Шапиро В.Д. Реструктуризация предприятий и компаний: Учебное пособие для вузов – М.: «Издательство «Экономика», 2001 г. – 456 с.
- 17) Макеев А.В. Неэмиссионные ценные бумаги. Часть 1. Финансовая академия при Правительстве РФ. – М., 2002 г. – 165 с.
- 18) Миркин Я. Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002 г. – 624 с.
- 19) Осинковский А.Д. Акционер против акционерного общества. 2-е издание. – СПб.: Издательство ДНК, 2004 г. – 382 с.
- 20) Реформирование предприятия: Типовая программа. Методики реструктуризации. Опыт реструктуризации. - М: Издательство «Акционер», 1998 г. – 354 с.
- 21) Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000 г. – 456 с.
- 22) Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. М.: Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group, 2004 г. - 192 с.

Статьи из периодических изданий

- 23) Американские депозитарные расписки в России.//Финансовый менеджмент. – 2002 г. - №12.
- 24) Беликов И. Российские компании – выбор стратегии развития.//Журнал для акционеров. – 2003 г. - №4.
- 25) Билефски Д. Долгий путь к объединению.//Ведомости. – 05.03.2004 г. - №38.

- 26) Болвачев А. Недружественная скупка и меры ее предотвращения.//Управление компанией. – 2003 г. - №12.
- 27) Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны.//Менеджмент в России и за рубежом. – 2002 г. - №1.
- 28) Ефимчук И. Виды и способы слияний.//Финанс. – 2003 г. - №35.
- 29) Ефимчук И. Взрыв слияний.//Финанс. – 2003 г. - №35.
- 30) Зыкова Т. Корпоративный шантаж //Российская газета. 2004. - № 62.
- 31) Иванова А. Поглощения: за и против.//Финанс. – 2003 г. – №35.
- 32) Иоаннесян И.Г. Стоит ли проводить слияние?//Директор-Инфо. – 2003 г. - №41.
- 33) Комов С. Дошли до лесных хозяев.//Деловая панорама. – 2003 г. - №41.
- 34) Кузнецов М. Облигации с иностранным акцентом.//Финанс. – 2003 г. - №32.
- 35) Милюков О. Волки в городе.//Московская промышленная газета. – 2003 г. - №44-45.
- 36) Молотников А. Поглощение компаний: обзор методов и средств.//Директор-Инфо. – 2002 г. - №48.
- 37) Найк Г., Карреру Д. Привычка поглощать.//Ведомости. – 29.01.2004 г. - №14.
- 38) Обеспечение прав инвесторов в АДР – варианты решения.//Рынок ценных бумаг. – 2001 г. - №21.
- 39) Панов А. Поглощать будет сложнее.//Ведомости. – 24.11.2003 г. - №215.
- 40) Полтора миллиона за 10 месяцев.//Архангельская лесная газета. – 2003 г. - №42.
- 41) Рациборинская К.Н. «Слияние», «поглощение» и «разделение компаний» в свете российского права и права ЕС: соотношение понятий.//Юрист. – 2003г. - № 9.
- 42) Российский бизнес на рынке слияний и поглощений.//Логинфо. – 2004 г. - №1.
- 43) Сергеев В. О незаконных захватах собственности и прокурорской

- безнадзорности.//Закон и право. – 2003 г. - №12.
- 44) Симаков Д. Компания недели: почти отбились.//Ведомости. – 11.12.2003 г. - №228.
- 45) Сычев В. Время сливаться.//Эксперт. – 2004 г. - №5.
- 46) Темкина С. Лесная империя эпохи упадка.//Деловая панорама. – 2003 г. - №24.
- 47) Темкин А. Война до победного конца.//Ведомости. – 30.12.2003 г. - №240.
- 48) Темкин А. Реструктуризация бизнеса или финансовое оздоровление?//Управление компанией. – 2003 г. - №4.
- 49) Ткачук Т., Обухова Н., Дицман Н. Пребольшой бизнес.//Секрет фирмы 2004. - №1.
- 50) Только для сильных.//Эксперт. – 2003 г. - №4.
- 51) Федоринова Ю. Лишние реестры.//Ведомости. – 27.11.2003 г. - №218.
- 52) Хлебников Д. Новый подход к реструктуризации предприятий.//Управление компанией. – 2002 г. - №12.
- 53) Хренников И. Лесные войны продолжатся.//Ведомости. – 25.12.2003 г. - №237.
- 54) Хренников И. Конец «лесной войне».//Ведомости. – 10.12.2003 г. - №227.
- 55) 600 дней лесной войны.//Архангельская лесная газета. – 2003 г. - №35.
- 56) Блюм Д. Передел собственности «по-русски»: что это такое и как ему противостоять.//Финансовый аналитик. – 2003 г. - №3.
- 57) www.mirkin.ru
- 58) www.bkg.ru
- 59) www.rcb.ru
- 60) www.gifa.ru
- 61) www.findirector.ru
- 62) www.public.ru
- 63) www.ricd.ru