

## Введение

Эффективное функционирование предприятия в современных экономических условиях во многом обусловлено способностью адекватно и своевременно приспосабливаться к меняющемуся внешнему окружению, выявлять различные факторы, влияющие на условия развития бизнеса. Необходимо отметить, что, как правило, среди прочих преобладают факторы внешнего воздействия (воздействие внутренних факторов часто является собой опосредованное влияние внешних факторов). На определенном этапе развития любой хозяйствующий субъект сталкивается с необходимостью реорганизации бизнеса в ответ на изменения внешней среды функционирования.

Внешняя экспансия становится в настоящий момент основным путем развития корпораций, достигших определенного уровня развития, в их попытке эффективно адаптироваться к стремительно меняющимся условиям внешней бизнес-среды. Предпочтение поглощений и слияний внутреннему пути развития обуславливается целым рядом мотивов, как-то: достижение операционной и финансовой синергии, оптимизация налогообложения и т.п. (подробнее основные мотивы поглощений будут проанализированы ниже). Однако на практике далеко не всегда выбор внешней экспансии обусловлен рациональными экономическими мотивами. Более того, даже в случае если потенциальное слияние действительно несет экономические выгоды, практика показывает, что менеджеры зачастую не обладают необходимыми управленческими навыками для успешного завершения столь сложной экономической операции.

Количество слияний и поглощений во всем мире растет с каждым годом в геометрической прогрессии. Современные внешние условия вынуждают компании укрупнять капитал ради более эффективного его использования и ради дальнейшего развития. Однако, несмотря на стремительно растущие объемы

сделок подобного рода, исследования результатов деятельности вновь образованных организаций показывают, что:

- 61% слияний не окупает вложенных в них средств (Mergers & Acquisitions Journal, 1998)
- 57% объединившихся компаний отстают в своем развитии от других субъектов данного рынка и вновь разделяются на самостоятельные корпоративные единицы (PriceWaterhouse, исследование 300 слияний за 1987-1997)
- менее 20% объединившихся компаний достигают желаемых финансовых или стратегических целей (Marks, Mirvis, исследование 50 интеграционных процессов, 1982-1997)
- 53% крупнейших слияний и поглощений приводят к снижению акционерной стоимости компании, 30% - практически на нее не влияют и только 17% - ее создают (Zweig, 1995)
- как правило, поглощения не создают добавочную стоимость для собственников поглощающей фирмы (Haspeslagh, Jemison, обзор исследований финансовых результатов слияний и поглощений за 1962-1992)<sup>1</sup>

Чтобы подчеркнуть актуальность этой темы в современных российских условиях, можно привести пример возможного слияния двух крупнейших российских нефтяных компаний: «ЮКОС» и «Сибнефть»:

«Как объявили вчера (т.е. 22.04.03) председатель правления «ЮКОСа» Михаил Ходорковский и президент «Сибнефти» Евгений Швидлер, объединенная компания будет называться «ЮкосСибнефть». Возглавит ее Ходорковский, а Швидлер станет председателем совета директоров после формального одобрения акционеров. На первом этапе «ЮКОС» выкупит 20% акций «Сибнефти» у группы ее основных владельцев за 3 млрд.

---

<sup>1</sup> Слияния и поглощения: западный опыт и актуальность вопроса для России.//www.findirector.ru

долларов США (Сибнефть не раскрывает состав акционеров: 93% её акций распределены среди пяти номинальных держателей). Далее, как говорится в совместном заявлении, произойдет обмен акций в соотношении 0,36125% «Юкоксибнефть» за 1% «Сибнефти»<sup>1</sup>. В качестве вывода, абстрагируясь от экономической целесообразности и эффективности тех или иных слияний и поглощений, необходимо констатировать главный для данной дипломной работы факт: слияния и поглощения представляют собой одну из наиболее важных составляющих внешней бизнес-среды, оказывающую значительное влияние на стратегические аспекты развития фирмы.

Раскрытие теоретических аспектов осуществления операций слияний и поглощений с использованием инструментов фондового рынка, описание опыта проведения указанных операций в России и за рубежом является предметом данного исследования.

Целью данной работы является обоснование необходимости структурного реформирования российской электроэнергетики, а также обоснование возможности и необходимости осуществления операций слияний и поглощений с использованием механизмов рынка ценных бумаг в ходе осуществления вышеуказанной реформы.

Задачей исследования является описание механизмов проведения реструктуризации предприятий российской электроэнергетики с использованием механизмов фондового рынка.

---

<sup>1</sup> Тутушкин А., Лысова Т. Со второй попытки «Юкос» поглощает «Сибнефть»//Ведомости, 23.04.03, №71.

# **Глава 1. Теоретические аспекты операций слияний и поглощений акционерных обществ с использованием инструментов фондового рынка**

## **1.1. Экономическое содержание и правовые формы слияний и поглощений с использованием инструментов фондового рынка**

Для того, чтобы полнее понять экономическую природу поглощений и определить макроэкономические факторы, влияющие на доминирование слияний и поглощений, как формы расширения бизнеса, представляется целесообразным проследить историю этого экономического явления.

Родиной слияний и поглощений как одной из форм расширения бизнеса можно по праву считать Соединенные Штаты Америки. Именно там был отработан механизм финансовой оценки слияний, тактика борьбы за контроль над компанией, законодательное регулирование. Крупные американские инвестиционные банки создали отдельные подразделения, занимающиеся исключительно обслуживанием слияний и приобретений. Этот вид услуг быстро превратился в одну из самых прибыльных сфер деятельности финансовых посредников, впоследствии получившей название бизнеса по слияниям и приобретениям (т. н. M & A business).<sup>1</sup>

Как и большинство явлений, имеющих экономическую природу, слияния происходят волнами. Наиболее отчетливо это видно на примере США, где имели место четыре крупных волны слияний.

Первая волна прокатилась в конце 19 - начале 20 века (1895 - 1904 гг.) и затронула в основном базовые отрасли промышленности: нефтяную, сталелитейную и т.п.

---

<sup>1</sup> Джафаров Д. Операции поглощения акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика//Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001г.

Вторая имела место в 1922 - 1929 гг. Наиболее значительная реструктуризация (около 60 % от общего количества слияний) произошла в

излишне фрагментированных отраслях сельскохозяйственного производства, добывающей и химической промышленности. Процесс концентрации также затронул банковский бизнес и предприятия коммунального хозяйства. Кроме того, продолжилась концентрация капитала в тяжелой промышленности.

Пик третьей волны пришелся на период с 1967 по 1969 годы. Третья волна представлена преимущественно т.н. конгломератными слияниями, т.е. слияниями компаний, функционирующих в несвязанных между собой сферах бизнеса. Наиболее активными покупателями выступили компании из аэрокосмической промышленности, тяжелого машиностроения и ряда других отраслей, испытывавшие постоянные колебания уровня продаж, либо с небольшими перспективами роста и расширения отраслевых рынков. За счет проникновения с помощью слияний в новые стремительно развивающиеся виды бизнеса, такие как, например, электронная промышленность, эти компании диверсифицировали свою деятельность, снижали риски и получали доступ к новым передовым технологиям.

Четвертая волна, самая крупная из всех, зародилась в конце 70-х - начале 80 -х годов. Активные процессы реструктуризации наблюдались в основном в сфере услуг: коммерческом и инвестиционном банковском деле, страховом бизнесе, оптовой и розничной торговле, здравоохранении. Одной из наиболее характерных особенностей четвертой волны поглощений явилось активное и широкомасштабное использование заемного капитала в финансировании сделок, доступность которого обуславливалась формированием и развитием рынка т.н. «бросовых» облигаций (junk bonds).

Возникший небольшой спад в процессах концентрации в 1991 - 1993 годах фактически явился своеобразным затишьем перед бурей. Начиная с 1993

года, процессы концентрации набрали столь мощный темп, что сейчас можно говорить уже о настоящем буме слияний и поглощений буквально во всех отраслях американской экономики. Более того, американский пример оказался чрезвычайно заразительным, и в настоящее время во всей мировой экономике основной тенденцией стало накопление именно путем концентрации капитала.<sup>1</sup>

Если вернуться к современной России, то необходимо отметить, что с развитием в России рыночных отношений перед отечественными предпринимателями встала проблема расширения своего бизнеса. В различные временные периоды данная задача решалась по-разному: если в начале 90-х необходимые активы, как правило, приобретались в процессе приватизации государственного имущества, то сейчас предпочтение отдается более сложным способам и приемам. Далее речь пойдет о теоретических аспектах слияний и поглощений акционерных обществ. Необходимо оговориться, что в данной дипломной работе и в этой главе, в частности, механизм слияний и поглощений будет рассмотрен исключительно с экономической точки зрения, т.е. как механизм, позволяющий в конечном итоге увеличить стоимость предприятия. Мы будем исходить из предположения, что конечной целью операций слияний и поглощений является рост бизнеса. Сразу же необходимо отметить, что рост бизнеса может быть достигнут двумя путями:

- за счет «внутреннего» роста, когда компания увеличивает свою стоимость, наращивая мощности по производству продуктов (услуг);
- за счет «внешнего» роста, основными формами которого являются слияния и поглощения.

К числу основных факторов, обуславливающих стремление компаний к выбору второго пути развития, можно отнести следующие:

---

<sup>1</sup> Эксперт, 1999, 15, стр.23

1. приобретение уже действующей фирмы может ускорить достижение целей, поставленных руководством предприятия в рамках долгосрочного стратегического планирования (например, выход на новые рынки может быть существенно облегчен приобретением уже действующего на этом рынке предприятия);
2. затраты, связанные с расширением организации за счет внутреннего роста, т.е. наращивания собственных мощностей, могут существенно превышать затраты на приобретение уже действующей фирмы;
3. компания может использовать ценные бумаги для приобретения других фирм, тогда как финансирование ценными бумагами покупки необходимых для расширения активов, может быть затруднено;
4. приобретаемые фирмы могут быть не в состоянии так же эффективно использовать свои активы, как приобретающая компания;
5. зачастую при поглощении компаний для поглощающей фирмы могут возникать существенные налоговые преимущества (например, если у приобретаемой организации имеются значительные непокрытые убытки, поглощение позволит приобретающей фирме снизить налогооблагаемую базу);
6. путем поглощения можно эффективно дополнять возможности обеих компаний (например, одна фирма может иметь эффективную маркетинговую службу, но слабый производственный отдел, в то время как у другой может быть отлично налажен производственный процесс, но есть трудности с продвижением производимой продукции на рынке).

В реальности, в сегодняшнем деловом мире, практически все крупные корпорации уделяют немало внимания разработке плана расширения бизнеса за счет поглощений, как части общего долгосрочного плана развития.

Конечная цель любого поглощения — доступ к активам определенного предприятия. Поставленной задачи можно достичь различными путями: как напрямую — приобрести в собственность

интересующее имущество, так и опосредованно — стать владельцем контрольного пакета акций компании, имеющей на балансе указанное имущество.

В настоящее время наибольшее распространение получили три основных варианта поглощения компаний:

- установление контроля над менеджментом предприятия либо лицом, представляющим интересы владельца крупного пакета акций;
- приобретение контрольного пакета акций;
- банкротство компании с последующим приобретением ее активов.

Первый способ обычно используется по отношению к государственным (муниципальным) предприятиям либо к хозяйственным обществам, основным акционером которых является государство. В данном случае сторонняя компания просто подкупает менеджеров предприятия, а также, в случае с хозяйственным обществом, лицо, представляющее интересы государства на общих собраниях акционеров (как правило, чиновника Министерства имущественных отношений и региональных комитетов по управлению имуществом). Данный способ весьма удобен, когда сторонняя компания не в состоянии ни приобрести контрольный пакет акций (государство в обозримом будущем не собирается расставаться с акциями общества), ни обанкротить предприятие — вряд ли кто-нибудь решится бросить вызов федеральным или региональным органам власти. Кроме того, если государство все же решит реализовать принадлежащий ему пакет акций общества либо осуществить приватизацию государственного предприятия, у компании, имеющей «неформальные» отношения с командой управления хозяйствующего субъекта, будет огромное преимущество в борьбе за продаваемые активы. Значительный минус данного способа — зависимость от конкретных должностных лиц (в случае смены менеджмента либо лица, представляющего интересы государства), а также отсутствие оформления права собственности на имущество либо акции компании.



Достаточно надежной защитой от подобного сговора между руководством предприятия и сторонними компаниями может стать ежегодная замена лиц, представляющих интересы государства на общих собраниях акционеров, а также представителей в Совете директоров общества (зачастую эти лица представляют государственные интересы на протяжении нескольких лет, что не может не спровоцировать так называемые «неформальные контакты» с заинтересованными структурами). Немаловажная деталь — тщательный отбор лиц, претендующих на должности руководителей государственных (муниципальных) предприятий, цель которого — не допустить назначения на руководящие посты лиц, связанных с различного рода вертикально-интегрированными компаниями, а также иными видами коммерческих организаций<sup>1</sup>. Второй способ наиболее эффективен с точки зрения правовых гарантий расширяющейся компании. Действительно, если юридически грамотно провести операцию по покупке акций хозяйствующего субъекта, то можно не опасаться, что заинтересованные лица оспорят в судебных органах ваши действия. Помимо этого, акционер–владелец контрольного пакета акций вправе официально принимать решения практически по всем вопросам деятельности общества, т.е. чувствовать себя полноправным собственником. Данный способ наиболее часто используют в ходе дружественных поглощений, когда акционеры компании согласны продать принадлежащие им акции стороннему инвестору.

Однако применение указанного способа значительно осложняется высокими издержками по приобретению акций общества. Дело в том, что при определении стоимости контрольного пакета акций даже среднего российского предприятия счет пойдет на миллионы долларов, что уж говорить о более крупных юридических лицах. К тому же вероятно нежелание владельца контрольного пакета акций продавать принадлежащий

---

<sup>1</sup> Молотников А.//Директор info ([www.director-info.ru](http://www.director-info.ru)), 2001г., №14.

ему бизнес. В подобной ситуации придется искать нестандартные пути решения проблемы.

Известно, что отечественная практика корпоративного управления выработала широкий спектр методов перехвата управления в компаниях. В частности, если контрольный пакет акций не принадлежит ни одному акционеру (предположим, что у наиболее крупного акционера под контролем находится лишь 40% голосующих акций), организуется скупка акций у физических лиц, а также делаются попытки приобрести акции у юридических лиц, которые обычно неохотно расстаются с принадлежащими им ценными бумагами. Если акционеры не хотят реализовать принадлежащие им акции, обычно используют один из следующих приемов:

- выдача доверенности на представление интересов акционера на общих собраниях акционеров;
- передача ценных бумаг в доверительное управление.

В первом случае акционер доверяет представлять его интересы физическому или юридическому лицу на общих собраниях акционеров. При этом необходимо учитывать, что максимальный срок действия доверенности — три года. Разумеется, чтобы убедить акционеров выдать доверенности, необходимо использовать различные средства (агитация с помощью уважаемых на предприятии людей, денежные поощрения, статьи в местной прессе).

В качестве выхода из сложившейся ситуации можно использовать и процедуру доверительного управления. В данном случае акционер (учредитель управления) передает в доверительное управление принадлежащие ему акции коммерческой организации или индивидуальному предпринимателю (управляющему). Подобная передача оформляется договором доверительного управления. Необходимо отметить, что заключение договора возможно лишь при наличии у управляющего соответствующей лицензии, т.к. объектом управления будут являться ценные

бумаги. Рассматриваемый договор заключается на срок не более пяти лет. Акционер может отказаться от договора, однако тогда ему придется не только предупредить управляющего за три месяца до прекращения договора, но и выплатить последнему вознаграждение (таким образом, инициатору поглощения предоставляется время, чтобы скорректировать линию поведения в свете, например, массового прекращения договоров доверительного управления).

Третий способ. Разумеется, и выдача доверенностей, и заключение договоров доверительного управления не предоставляют стороннему лицу полного контроля над активами предприятия. Именно поэтому имеет смысл применить следующую схему, успешно использованную в отношении ОАО X компанией Y, которой удалось аккумулировать более 50% голосующих акций хозяйственного общества. При этом заключение договоров доверительного управления, получение доверенностей, приобретение акций осуществлялось не компанией Y, а подконтрольными ей физическими лицами (причем юридически упомянутые лица ни в каких связях с компанией Y не состояли).

· На первом этапе было проведено внеочередное общее собрание акционеров ОАО X, в ходе которого избрали новый состав Совета директоров компании. В результате более половины членов Совета директоров (6 из 11) подконтрольны компании Y. Кроме того, на этом собрании акционеров был избран новый генеральный директор, также представляющий интересы компании Y.

· На втором этапе после значительного усиления позиции указанного юридического лица началась непосредственная работа с имуществом общества. Согласно Закону об акционерных обществах генеральный директор самостоятельно может заключать сделки по отчуждению имущества общества, если его стоимость не превышает 10% балансовой стоимости активов. Следовательно, директор, начавший вывод активов,

столкнулся с серьезным препятствием, которое тем не менее было преодолено. Согласно закону «Об акционерных обществах» и Уставу ОАО X решение об участии общества во вновь создаваемых коммерческих организациях принимается Советом директоров простым большинством голосов. Имея контроль над шестью членами Совета директоров из одиннадцати, компания Y без труда проводит такое решение через этот орган управления. ОАО X учреждает ОАО Z, вторым учредителем которого выступает компания Y, при этом ОАО X получает 24% голосующих акций создаваемого общества (что очень важно, т.к. это даже не блокирующий пакет).

- Предполагалось, что в качестве оплаты акций ОАО X передаст в уставный капитал значительную часть своего имущества (наиболее ценные объекты недвижимости, оборудование и т.д.). В связи с тем, что стоимость передаваемого имущества составляла 47% балансовой стоимости активов ОАО X, необходимо было получить одобрение Совета директоров, при этом решение должно было быть принято единогласно. Разумеется, члены Совета директоров, представлявшие интересы другого крупного акционера, заблокировали подобное решение. Однако никто и не рассчитывал на их поддержку.

- Действуя в соответствии с законом «Об акционерных обществах», члены Совета директоров, подконтрольные компании Y, большинством голосов приняли решение о проведении внеочередного собрания акционеров, которое и должно было одобрить указанную сделку (достаточно простого большинства голосов акционеров). Подготовительный этап к проведению общего собрания явился самым сложным и ответственным. Дело в том, что было необходимо помешать второму крупному акционеру убедить миноритарных владельцев акций прекратить выданные доверенности и заключенные договоры доверительного управления. Не вдаваясь в подробности, констатируем, что компании Y удалось сохранить контроль над более чем 50% голосующих акций общества X. Таким образом, общее

собрание акционеров одобрило отчуждение имущества ОАО X, передав под контроль компании Y интересовавшие ее активы. (В рассматриваемом случае главное, чтобы при совершении сделки по отчуждению имущества со стороны органов управления общества не наблюдалось заинтересованности в совершении сделки. Вот почему не должна прослеживаться связь с компанией Y акционеров общества, членов Совета директоров, генерального директора. Дело в том, что процедура одобрения сделки, в отношении которой имеется заинтересованность, намного сложнее, чем процедура одобрения крупной сделки).

- Впоследствии компания Y совместно с ОАО Z учреждает ОАО А (при этом была установлена уже знакомая структура акционерного капитала: компания Y — 76% акций, ОАО Z — 24%). В качестве оплаты акций ОАО Z передала новому хозяйствующему субъекту то самое имущество, принадлежащее ранее ОАО X.

- Таким образом, компания Y, не владея большинством голосующих акций ОАО X, поставила под свой контроль наиболее значимые активы общества, проведя всю операцию юридически грамотно и не оставив своим конкурентам надежды на возвращение выведенных активов. Проанализировав вышеизложенную ситуацию, можно выделить следующие ошибки «старых» органов управления ОАО X, которые и привели к враждебному поглощению активов компании:

- акционер–владелец 40% голосующих акций общества не увеличил свою долю в структуре акционерного капитала до 50%+1 акция, самоуверенно полагая, что имеющихся акций достаточно для сохранения контроля над предприятием;

- когда началась скупка акций общества, сопровождаемая получением доверенностей и заключением договоров доверительного управления, указанный акционер и контролируемый им менеджмент компании оттягивали принятие решения о встречной скупке акций, а также не провели

крайне необходимую кампанию по дискредитации стороннего инвестора в глазах рядовых акционеров (как правило, действующему руководству легче убеждать акционеров);

· Устав ОАО Х не предусматривал возможность принятия решения по крупной сделке квалифицированным большинством (3/4 голосов), что не позволило бы сторонним лицам произвести отчуждение имущества. Именно указанные управленческие просчеты позволили компании Y захватить имущество ОАО Х и значительно снизить финансово-хозяйственные показатели общества.

Как бы ни были привлекательны приведенные выше способы поглощения компаний, приходится констатировать, что не они чаще всего используются отечественными предпринимателями. Современные реалии таковы, что выгоднее применять процедуру банкротства по отношению к интересующему предприятию, нежели приобретать его акции или осуществлять такую ненадежную процедуру, как подкуп менеджмента.

Самый главный плюс банкротства коммерческой организации — низкие издержки по реализации подобной модели. Действительно, зачем покупать акции предприятия, расходуя значительные денежные средства, если можно, затратив на порядок меньшие суммы, получить необходимые активы (разумеется, в данном случае затраты будут состоять, как правило, из так называемых «денежных субсидий», направляемых чиновникам региональных органов власти, судьям арбитражных судов, а также арбитражным управляющим). В то же время указанный способ используется и в том случае, когда владелец контрольного пакета акций общества не намерен продавать его третьим лицам.

Чаще всего применяется следующая схема банкротства.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Молотников А.//Директор info ([www.director-info.ru](http://www.director-info.ru)), 2001г., №14.

· Определенное юридическое лицо, заинтересованное в приобретении активов какого-либо хозяйственного общества, начинает планомерно скупать долги этого общества. При этом не обязательно рассчитываться за приобретение в полном объеме, обычно применяется рассрочка платежа. Ни для кого не секрет, что найти просроченный долг даже у крепко стоящего на ногах предприятия довольно легко. Что уж говорить об основной массе хозяйствующих субъектов.

· Сосредоточив значительный объем задолженности, юридическое лицо инициирует процедуру банкротства предприятия, предварительно «договорившись» с органами региональной и (или) федеральной власти (в зависимости от значимости предприятия). Операция рассчитывается таким образом, чтобы поглощаемое общество заведомо было не в состоянии погасить имеющуюся задолженность, следствием чего становится введение процедуры наблюдения и назначение временного управляющего. Арбитражный управляющий негласно представляет интересы атакующего юридического лица и под видом анализа финансового состояния должника устанавливает «узкие» места в деятельности предприятия с тем, чтобы усугубить сложившуюся ситуацию, а также помешать органам управления общества восстановить платежеспособность предприятия. В то же время в средствах массовой информации начинает формироваться негативный образ хозяйственного общества, ведущий к уменьшению реализации производимой продукции, а следовательно, к ухудшению его финансового положения.

· В результате подобных действий на предприятии вводят внешнее управление, после чего руководителя должника отстраняют от должности, прекращают полномочия органов управления. Все управленческие функции переходят к внешнему управляющему. Именно с этого момента начинается долгий процесс по выводу активов организации. В данном случае важная роль отводится стадии конкурсного производства, когда в целях удовлетворения требований кредиторов реализуется имущество должника.

· Однако можно и не доводить дело до последней стадии банкротства. В

процессе внешнего управления атакующее юридическое лицо может обратиться к акционерам общества с предложением о продаже принадлежащих им акций. Тем самым акционеры оказываются перед выбором: либо отказаться и остаться ни с чем, либо продать акции и получить хоть и небольшие, но деньги. Аккумулировав более 50%, а лучше более 75% голосующих акций общества, юридическое лицо начинает активно восстанавливать платежеспособность предприятия с целью прекращения производства по делу о банкротстве. Если акционеры не захотели продавать акции, могут быть применены следующие приемы:

- обмен долгов на акции вновь создаваемого общества;
- дополнительная эмиссия акций должника.

Первый способ абсолютно законен и находит всестороннюю поддержку и у арбитражных судов, и у других государственных органов.

Итак, внешний управляющий, реализуя полномочия органов управления должника, с согласия собрания кредиторов создает открытое акционерное общество. Уставный капитал нового предприятия образуется за счет очищенных от долгов активов должника. Кредиторы же принимают в счет задолженности акции нового хозяйствующего субъекта, погашая тем самым свои требования к должнику (в ходе этого процесса главное — аккумулировать как можно большую сумму задолженности, т.к. от этого зависит количество получаемых акций, а следовательно, и контроль над активами). Немаловажно, что согласия акционеров должника не требуется, т.к. обмен долгов на акции признается одним из возможных условий мирового соглашения, заключаемого на стадии внешнего управления арбитражным управляющим и кредиторами.

Лица, использующие данную схему, исходят из того, что в ходе внешнего управления все полномочия органов управления общества (в том числе и общего собрания акционеров) переходят к арбитражному управляющему.



Следовательно, управляющий может принять решение о дополнительной эмиссии акций должника. Дополнительная эмиссия проводится таким образом, что у организаторов банкротства сосредотачивается контрольный пакет акций компании, что позволяет им после восстановления платежеспособности общества принимать любые управленческие решения по отношению к активам компании.

Существуют способы противодействия инициированию банкротства предприятия:

- не допускать возникновения у предприятия просроченной кредиторской задолженности;
- осуществлять мониторинг кредиторов предприятия, обращая особое внимание на сделки с задолженностью компании;
- если имеются косвенные свидетельства о начале процесса по инициированию процедуры банкротства, необходимо любой ценой попытаться погасить возникшую задолженность;
- до возбуждения процедуры банкротства начать процесс вывода активов, используя многоходовые схемы, связанные с созданием дочерних компаний, с последующей продажей их акций физическим лицам, подконтрольным менеджменту основного общества, однако юридически с ним не связанным;
- попытаться убедить соответствующие государственные органы в том, что подобное банкротство невыгодно экономике соответствующего субъекта федерации, а возможно и определенной отрасли промышленности.

Таким образом, становится очевидно, что практика корпоративных конфликтов выработала широкий спектр различных приемов перехвата управления. Некоторые из этих приемов идут на пользу и самому инициатору поглощения, и поглощаемому предприятию, и региону, в котором оно расположено. В то же время использование нечестных методов ведения корпоративной борьбы вкупе с сиюминутными целями приносит пользу лишь отдельным атакующим компаниям, существенно дестабилизируя социальную обстановку в отдельном регионе.

В различных источниках существует много подходов к определению термина «поглощение». Поэтому представляется целесообразным определить термин «поглощение», как он будет в дальнейшем использоваться в данной дипломной работе.

В большинстве случаев «поглощение» определяется как объединение двух фирм в одну, при этом приобретающая фирма сохраняется, а приобретаемая как юридическое лицо прекращает свое существование. Нередко термином «поглощение» также обозначается покупка лишь контрольного пакета акций без ликвидации приобретаемого бизнеса как юридического лица. С экономической точки зрения разница несущественна, однако в правовом аспекте различия в указанных видах поглощения гораздо более очевидны. Ввиду этого, оба вида поглощения нашли законодательное закрепление в российском праве.

Первый случай – присоединение: *«Присоединением признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу»<sup>1</sup>*, т.е. приобретаемое предприятие прекращает свое существование как юридическое лицо.

Второй случай – поглощение: сделка ограничивается покупкой контрольного пакета, приобретение одним предприятием контрольного пакета другого предприятия.<sup>2</sup>

Однако, поскольку данная дипломная работа носит экономический характер, целесообразно придерживаться следующей трактовки поглощения. *Поглощение* - сделка по покупке бизнеса, при которой приобретающая компания либо полностью поглощает приобретаемую фирму (и последняя прекращает свое существование), либо ограничивается покупкой

---

<sup>1</sup> ст. 17 Закона РФ «Об акционерных обществах»

<sup>2</sup> п.5.1. Указа Президента РФ от 16.11.92 №1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий».

контрольного пакета (и приобретаемая фирма становится дочерней организацией).

Необходимо отметить, что в законе «Об акционерных обществах» не приводится определение поглощения, а приводятся определения слияния и присоединения:

*«Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних.»<sup>1</sup>*

*Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу».<sup>2</sup>*

Таким образом, можно сделать вывод, что присоединение общества по своей юридической природе ближе к поглощению, чем к слиянию.

При слиянии из нескольких обществ образуется одно новое общество, к которому переходят права и обязанности вошедших в него обществ. Общества, которые сливались, прекращают свое существование как юридические лица.

При присоединении (поглощении) все права и обязанности присоединяемого (поглощаемого) общества переходят к присоединяющему обществу, однако у присоединяющего общества остаются свои права и обязанности, как у юридического лица, которые были у него до сделки. Присоединяемое общество прекращает существование как юридическое лицо: *«При слиянии обществ все права и обязанности каждого из них переходят к вновь возникшему обществу в соответствии с передаточным актом».<sup>3</sup>*

*«При присоединении одного общества к другому к последнему переходят все права и обязанности присоединяемого общества в*

---

<sup>1</sup> ст. 16 ФЗ «Об акционерных обществах»

<sup>2</sup> ст. 17 ФЗ «Об акционерных обществах»

<sup>3</sup> ст. 16 ФЗ «Об акционерных обществах»

*соответствии с передаточным актом».<sup>1</sup>*

Однако в экономической реальности достаточно трудно определить, чем является та или иная форма объединений компаний - слиянием или поглощением. В большинстве случаев в сделках слияний и поглощений, какова бы ни была правовая судьба объединяющихся юридических лиц, все равно можно выделить доминирующую и зависимую стороны, т.е., так или иначе, в результате слияния или поглощения происходит приобретение бизнеса.

### **Классификация поглощений:**

#### **1) В зависимости от сферы деятельности участников поглощения различают:**

а) горизонтальное поглощение (horizontal merger). При таком поглощении происходит объединение фирм, занятых в одной сфере бизнеса. Примером горизонтального поглощения может служить приобретение известным французским производителем продуктов питания Danone американского производителя минеральной воды McKesson Water Products, состоявшееся в начале 2000 года, или возможное в ближайшем будущем слияние ЮКОСА и Сибнефти. Основная доля крупнейших поглощений, состоявшихся за последние несколько лет в мировой экономике, приходится именно на горизонтальные поглощения;

б) вертикальное поглощение (vertical merger), когда объединяются компании, занятые различными стадиями производственного процесса одного и того же продукта. К такого рода поглощениям можно отнести, например, покупку нефтедобывающей компанией предприятия по нефтепереработке. В России вертикальные поглощения играют преобладающую роль, поскольку продолжается процесс активного становления крупных вертикально

---

<sup>1</sup> Ст. 17 ФЗ «Об акционерных обществах»

интегрированных холдингов в базовых отраслях промышленности;

в) конгломератное поглощение (conglomerate merger) происходит тогда, когда объединяются компании, функционирующие в совершенно разных отраслях экономики. Наиболее наглядным примером конгломератного поглощения является покупка компанией "Coca-Cola", производителя прохладительных напитков, кинокомпания "Columbia Pictures". Пик популярности конгломератных поглощений, в США, пришелся на 60 - 70 годы 20 века. В настоящий момент доля таких поглощений весьма незначительна.<sup>1</sup>

## **2) В зависимости от характера объединения:**

а) полное поглощение. При этом происходит фактическое объединение фирм и их активы сливаются;

б) частичное поглощение. В этом случае одна компания приобретает такой пакет акций другой компании, который позволяет ей полностью контролировать деятельность последней, т. е. образуется холдинг и подконтрольная компания становится дочерней. При этом фактическое слияние активов обеих компаний не происходит или происходит лишь частично.

## **3) В зависимости от формы проведения поглощения можно выделить:**

а) дружественное поглощение (friendly merger), при котором управляющие обеих компаний одобряют проведение поглощения и рекомендуют своим акционерам также на него согласиться;

б) враждебное поглощение (hostile merger, hostile takeover), при котором управляющие целевой компании (т. е. компании, которую собираются поглотить) не согласны с поглощением и будут стараться всеми силами сорвать сделку.

---

<sup>1</sup> Джафаров Д. Операции поглощения акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика//Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001г.

В данной работе механизм слияний и поглощений рассматривается с экономической точки зрения, как механизм, позволяющий увеличить стоимость бизнеса, поэтому нас в первую очередь интересуют экономические выгоды слияний и поглощений.

Подобные выгоды возникают лишь в том случае, если рыночная стоимость компании, созданной в результате слияния (поглощения), выше, чем сумма стоимостей образующей ее фирм до их объединения. Например, если предположить, что образовавшаяся после поглощения компания имеет рыночную стоимость  $PV_{AB}$  и что стоимости компаний до их объединения равны  $PV_A$  и  $PV_B$  соответственно, тогда:

$$\text{Выгоды} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$$

Если эта разность положительна, то слияние экономически оправданно. Но также необходимо принимать в расчет издержки, обусловленные поглощением фирмы Б.

Рассмотрим случай покупки компании Б с немедленной оплатой. Тогда издержки приобретения компании Б можно определить как разность между уплаченными за нее денежными средствами и стоимостью компании Б как отдельной хозяйственной единицы. Таким образом:

$$\text{Издержки} = \text{денежные средства} - PV_B$$

Чистая приведенная стоимость для владельцев компании А, возникающая от поглощения компании Б, измеряется разностью между выгодами и издержками. Следовательно, поглощение целесообразно проводить, если чистая приведенная стоимость этой операции, которую можно записать таким образом:

$$NPV = \text{выгоды} - \text{издержки} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{денежные средства} - PV_B),$$

имеет положительное значение.

Такой способ определения и записи критерия целесообразности слияния удобен потому, что в нем учитываются два важных момента. Когда мы оцениваем преимущества слияния или поглощения, наше внимание сконцентрировано на тех выгодах, которые мы можем получить от его осуществления. Анализируя же издержки поглощения, мы рассматриваем, как эти издержки распределяются между участвующими компаниями. Рассмотрим пример. Пусть рыночная стоимость компании А равна 100 млн. долл., а стоимость компании Б – 50 млн. долларов. Допустим, что поглощение компании Б приведет к экономии на издержках, приведенная стоимость этой экономии составит 25 млн. долларов. Величина этой экономии и образует выигрыш от поглощения. Это можно записать следующим образом:

$$PV_A = 100, PV_B = 50,$$

$$\text{Выигрыш} = + 25$$

$$PV_{AB} = 175$$

Допустим, компанию Б покупают за 65 млн. долларов с немедленной оплатой. Тогда издержки поглощения равны:

$$\text{Издержки} = \text{денежные средства} - PV_B = 65 - 50 = 15 \text{ млн. долларов}$$

Необходимо уточнить, что акционеры компании Б, представлявшие вторую сторону сделки, получили на 15 млн. долларов в сравнении с рыночной стоимостью их компании<sup>1</sup>. Но то, что для них является выигрышем, для акционеров поглощающей компании составляет издержки. Значит,

---

<sup>1</sup> Однако на деле выигрыш для компании Б может быть ниже, чем издержки компании А, т.к. определенные суммы должны быть выплачены инвестиционным банкам, адвокатам, бухгалтерам. Например, выкуп компании Beatrice, осуществленный в 1986г. компанией Kohlberg Kravis Roberts, потребовал затрат на гонорары консультантам в размере 45 млн. долларов и оплаты услуг юристов и бухгалтеров в размере 46 млн. долларов («Принципы корпоративных финансов», Р. Брэйли, С. Майерс, стр. 901).

поглощаемая компания получила 15 млн. долларов из 25 млн. долларов экономической выгоды от поглощения.

Поэтому, когда мы записываем уравнение чистой приведенной стоимости поглощения с позиции компании А, мы на самом деле рассчитываем ту часть выигрыша, которую получают акционеры компании А. Таким образом, чистая приведенная стоимость этой сделки для акционеров компании А равна разности между всем выигрышем и той его частью, которую получают акционеры компании Б.

$$NPV = 25 - 15 = +10 \text{ млн. долларов}$$

Подтвердим еще раз, что акционеры компании А получают выигрыш в 10 млн. долларов. Они осуществили сделку, владея компанией стоимостью 100 млн. долларов, и уплатили акционерам компании Б 65 млн. долл. Вместе с тем, в результате сделки стоимость их компании составила 175 млн. долл. Значит, их чистый выигрыш равен:

**Чистая приведенная стоимость =**

**= стоимость после поглощения – стоимость до поглощения =**

$$= (PV_{AB} - \text{денежные средства}) - PV_A =$$

$$= (175 - 65) - 100 = +10 \text{ млн. долларов.}$$

Допустим, инвесторы, действующие на фондовом рынке, не предвидят поглощения компанией А компании Б. Объявление о предстоящем поглощении приведет к росту стоимости акций компании Б с 50 млн. долларов до 65 млн. долларов, т.е. на 30%. А если окажется, что инвесторы разделяют мнение менеджеров компании А о возможных выгодах предстоящего поглощения, тогда рыночная стоимость акций компании А возрастет на 10 млн. долларов, или всего на 5%.



Поэтому представляется рациональным в анализе поглощений оценивать возможную реакцию инвесторов. Если курс акций компании А упадет после объявления о предстоящем поглощении, это будет означать, что инвесторы, по существу, подают ее менеджерам сигнал о том, что, по их мнению, выгоды поглощения сомнительны или что менеджеры компании А собираются уплатить за компанию Б дороже, чем требуется.

Менеджеры некоторых компаний начинают анализ слияния или поглощения с прогноза будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. В такой прогноз включают любое увеличение доходов либо снижение затрат, обусловленной поглощением, и затем дисконтируют эти суммы и сравнивают полученный результат с ценой покупки.

*Ожидаемая чистая выгода = дисконтированный поток денежных средств приобретаемой компании, включая выгоды поглощения – денежные средства, необходимые для поглощения.*

Такой подход довольно опасен. Даже очень опытный и хорошо подготовленный аналитик может допустить серьезную ошибку в оценке стоимости компании. Ожидаемая чистая выгода может оказаться положительной, но вовсе не потому, что данной слияние действительно эффективно, а лишь из-за того, что аналитик слишком оптимистично оценивает будущие потоки денежных средств компании, которую предстоит присоединить. С другой стороны, действительно целесообразное слияние может не состояться, если аналитик недооценит потенциал интересующей его независимой компании.<sup>1</sup>

Как было указано выше, поглощение эффективно, когда стоимость объединенной фирмы становится больше суммы стоимостей обеих фирм взятых

---

<sup>1</sup> Р. Брэдли, С. Майерс//Принципы корпоративных финансов, стр. 901.

по отдельности до объединения. Данный эффект прироста стоимости в результате объединения двух бизнесов получил название синергии (от греч. *synergeia* - сотрудничество, содружество).

Далее, будут проанализированы основные источники возможного возникновения синергии, достижение которой является целью поглощения:

### ***Операционная синергия***

Операционная синергия является одним из основных мотивов поглощений. Достижение операционной синергии может осуществляться двумя основными путями:

1. сокращением издержек в расчете на единицу выпускаемой продукции;
2. увеличением выручки от реализации (и, при прочих равных, доходов) объединенной фирмы.

Сокращение издержек в расчете на единицу выпускаемой продукции достигается за счет увеличения масштабов деятельности. Это обусловлено тем, что величина постоянных издержек предприятия относительно стабильна и при увеличении объемов реализации постоянные издержки в расчете на единицу выпускаемой продукции сокращаются. В поглощении сокращение постоянных издержек обеспечивается за счет устранения дублирования функций и централизацией отделов стратегического планирования, бухгалтерского учета и контроля, маркетинга и др.

Экономия на издержках является, как правило, основным источником операционной синергии и может достигать весьма значительных сумм.

### ***Финансовая синергия***

Финансовая синергия может выражаться в следующем:

1. снижение цены заимствования на рынках капитала;
2. сокращение затрат на эмиссию ценных бумаг;

### 3. увеличение эффективности капиталовложений.

В случае если между денежными потоками объединяющихся фирм не существует абсолютной корреляции (коэффициент корреляции меньше 1), денежный поток объединенной фирмы будет более стабилен, чем денежные потоки обеих фирм по отдельности. Это, в свою очередь, означает большую защиту интересов кредиторов, поскольку снижается риск наступления банкротства и повышается обеспеченность долговых обязательств компании. В результате этого объединенная фирма, при прочих равных условиях, сможет занимать средства под меньший процент, что приводит к снижению общих затрат на привлекаемый капитал.

Как и в случае с операционной синергией, возникающей за счет увеличения масштабов деятельности, подобная же экономия имеет место и при привлечении источников финансирования. Компания, осуществляющая эмиссию ценных бумаг, несет определенные расходы. Сюда относятся расходы по подготовке проспекта эмиссии, регистрации выпуска в ФКЦБ, рекламной компании и т.д. Поскольку величина этих расходов относительно стабильна и мало зависит от объема выпуска, то чем значительнее эмиссия, тем меньшую величину в процентном отношении к ней составляют указанные постоянные расходы. Другими словами, постоянные издержки в расчете на одну эмитируемую ценную бумагу данного выпуска будут тем ниже, чем значительнее этот выпуск, что, в свою очередь, также ведет к снижению цены заимствования, при надлежащем расчете которой должны учитываться расходы по организации эмиссии.

### *Экономия за счет вертикальной интеграции*

В слияниях вертикального типа обычно стремятся достичь экономии за счет вертикальной экономической интеграции. Крупные промышленные компании ставят задачу расширить контроль над производственным процессом как можно шире, охватывая, с одной стороны, источники сырья,

а с другой – конечного потребителя. Один из путей достижения такой экономии – это слияния с поставщиками или покупателями.

Одна из причин вертикальной интеграции состоит в том, что она облегчает управление и координацию. Это можно проиллюстрировать на следующем условном примере. Допустим, некая авиакомпания не имеет собственных самолетов. Если она планирует организовать регулярный рейс из Москвы в Хабаровск, ей нужно продать билеты, а затем арендовать самолет у другой авиакомпании. Такая стратегия, возможно, и сработает при небольшом объеме операций, но она превратится в настоящий кошмар для управляющих, если им придется ежедневно координировать сотни договоров об аренде. Из-за подобных трудностей многие авиакомпании осуществили интеграцию «вниз» по технологической цепи, приобретая самолеты, а не по направлению к своему «потребителю», приобретая контроль над компаниями, сдающими самолеты в аренду.

Однако нельзя считать, что, чем выше степень вертикальной интеграции, тем лучше. Доведенная до крайних степеней, вертикальная интеграция становится абсолютно неэффективной, как это было в случае с польской государственной авиакомпанией LOT, которая в конце 80-х годов создала собственное производство по выращиванию свиней, поставив задачу улучшения снабжения и питания ее персонала.

### ***Комбинирование взаимодополняющих ресурсов***

Мелкие компании часто становятся объектом поглощения со стороны более крупных, т.к. способны обеспечивать недостающие компоненты для их успешной рыночной стратегии. Мелкие фирмы создают подчас уникальные продукты, но испытывают недостаток в инженерных и сбытовых структурах для организации крупномасштабного производства и реализации этих продуктов. Крупные компании, вероятно, сами в состоянии создать необходимые им компоненты, но часто бывает гораздо дешевле и быстрее получить к ним доступ, осуществив слияние с компанией, которая

их уже производит. Таким образом, обе компании располагают взаимодополняющими ресурсами – каждая имеет то, что необходимо другой, поэтому их слияние может оказаться целесообразным. Обе компании после объединения будут стоить дороже по сравнению с суммой их стоимостей до объединения, т.к. каждая приобретает то, чего она не имела, причем получает эти ресурсы дешевле, чем они обошлись бы ей, если бы пришлось их создавать самостоятельно. Кроме того, слияние таких компаний может открыть для них новые рыночные возможности, которые были бы им недоступны без объединения<sup>1</sup>.

### ***Возможность использования избыточных ресурсов***

Мотивом для слияния может стать появление у компании временно свободных ресурсов. Допустим, компания действует в отрасли, находящейся на стадии зрелости. Компания поэтому создает крупные потоки денежных средств, но располагает незначительным выбором привлекательных инвестиционных возможностей. Теоретически эта компания должна бы использовать имеющийся избыток денежных средств для повышения дивидендов акционерам или выкупа части собственных акций. Но в реальной жизни энергичные финансовые менеджеры скорее всего будут сопротивляться такому развитию событий.<sup>2</sup>

Итак, если компания не принимает решения о выкупе собственных акций, она может купить чужие акции. Поэтому часто компании, подобные рассмотренной выше, используют образовавшиеся излишки денежных средств на фоне слабых инвестиционных перспектив для проведения слияний, чтобы таким способом осуществить вложение капитала.

Иногда компании, располагающие избытком денежных средств, не используют их ни для выплаты акционерам, ни для финансирования слияния. Такие

---

<sup>1</sup> Свирщевская А., Аккерман Ш. Слияния и поглощения как корпоративная стратегия//Рынок ценных бумаг, 1998г., №6.

<sup>2</sup> Джафаров Д.//Операции поглощения российских акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика//Кандидатская диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001г.

компании часто становятся объектами поглощения другими фирмами, которые сами находят применение этим денежным средствам вместо них<sup>3</sup>. Так, во время энергетического кризиса начала 80-х годов многие нефтедобывающие компании оказались под угрозой поглощения. Компании — инициаторы поглощений пришли к такому решению не потому, что имеющиеся у нефтедобывающих компаний свободные денежные средства представляли собой уникальные активы. Фирмы-покупатели стремились овладеть потоками денежных средств, так как не хотели допустить того, чтобы эти капиталы были растрочены на новые проекты разведки нефтеносных районов, чистая приведенная стоимость которых, как правило, отрицательна.

### ***Устранение неэффективности***

Денежные средства - это далеко не единственный актив, которым плохие менеджеры пользуются нерационально. Всегда легко найти компании, в которых возможности снижения затрат и повышения прибылей, а также объемов продаж остаются не до конца использованными. Такие компании становятся естественными кандидатами на поглощение со стороны фирм, имеющих более эффективные системы управления. В некоторых случаях "более эффективное управление" может означать просто необходимость болезненного сокращения персонала или реорганизации деятельности компании.

Если описанный выше мотив слияний действительно важен, то можно предположить, что компании с *плохими* экономическими показателями, как правило, оказываются объектами поглощений. Такой вывод в общем подтверждается практикой. По данным исследования К.Палепу, занимавшегося принципами прогнозирования потенциальных слияний, в поглощенных компаниях фактические нормы доходности были относительно низкими в течение

---

<sup>3</sup> Поглощения в такой ситуации часто принимают форму выкупа компании, финансируемого за счет заемного капитала.

нескольких лет до их присоединения к другим фирмам<sup>1</sup>. Как выяснилось в ходе исследования, многие из таких компаний в периоды спада на рынках сбыта потеряли свои позиции и затем были реорганизованы в результате поглощения.

Безусловно, слияния не следует считать единственным средством совершенствования методов управления. Тем не менее, в некоторых ситуациях именно эти процедуры представляют собой наиболее простой и рациональный способ повышения качества управления. Дело в том, что менеджеры, конечно же, не станут принимать решения об увольнении или понижении в должности самих себя за неэффективное управление, а акционеры крупных корпораций не всегда имеют *непосредственное* влияние на решение вопросов о том, как и кто именно будет управлять корпорацией<sup>1</sup>.

### ***Налоговые мотивы***

Достижение налоговых выгод также может являться одним из существенных мотивов поглощений. Налоговые выгоды для приобретающей компании могут возникать в двух следующих основных случаях:

1. превышение рыночной стоимости активов поглощаемой компании над их балансовой стоимостью;
2. наличие у приобретаемой фирмы значительных накопленных убытков.

В большинстве случаев рыночная стоимость активов предприятия мало соответствует их балансовой стоимости, что обусловлено влиянием инфляции, выбранной политикой амортизации и т.п. В силу этого при поглощении компания-поглотитель имеет возможность отразить в своем балансе

---

<sup>1</sup> K. Palepu. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis // Journal of Accounting and Economics. p. 69-75, March. 1986.

<sup>1</sup> Собрать достаточно представительную группу акционеров, которая могла бы эффективно противостоять менеджерам и совету директоров, трудно. Однако акционеры способны оказывать очень сильное косвенное влияние. Их разочарования отражаются в динамике курса акций компании. Низкий курс акций может вдохновить другую фирму внести предложение о захвате.

купленные активы по их рыночной стоимости, как правило, значительно превышающей балансовую. Увеличение стоимости активов означает, в свою очередь, увеличение амортизационных отчислений и, следовательно, ведет к сокращению налогооблагаемой базы и увеличению денежного потока.

Однако анализ российского налогового законодательства и, в частности, Налогового кодекса показывает, что преследование налоговых выгод в качестве мотива поглощения, может быть не слишком актуально для отечественных предприятий.

### *Достижение контроля над рынком*

Среди основных мотивов, преследуемых поглощениями, достижение контроля над рынком, с точки зрения общественного благосостояния и социальных последствий, имеет абсолютно негативный характер.

Контроль над рынком (market power) можно определить как способность фирмы устанавливать и поддерживать цены на производимую продукцию, превышающие уровень цен, характерный для конкурентной экономики. Достижение посредством поглощения конкурирующих фирм контроля над рынком фактически является попыткой монополизации соответствующих рынков сбыта.

Также числу «сомнительных» мотивов слияний и поглощений относятся следующие:

- 1) *Диверсификация*- широко известно, что диверсификация снижает риск. Снижение риска, несомненно, является одним из преимуществ слияний.

Однако слабость этого аргумента как раз в том, что диверсификацию проще и дешевле осуществить отдельному акционеру, чем целой корпорации. Ни исследования, ни факты не подтверждают, что инвесторы приплачивают премии к курсу акций диверсифицированной компании: в действительности



гораздо более типичны скидки, а не премии. Например, в 1977г. компания Kaiser Industries перестала существовать как холдинговая структура, т.к. осуществленная при слиянии диверсификация привела к очевидному снижению ее рыночной стоимости. Главные активы Kaiser Industries были представлены акциями компаний Kaiser Steel, Kaiser Aluminium и Kaiser Cement. Но акции самого холдинга продавались по курсу, который был существенно ниже стоимости инвестиций холдинга в перечисленные компании. Эта скидка с цены исчезла, когда Kaiser Industries обнародовала свой план продажи и расформирования холдинга, который был связан с распределением полученных средств между акционерами. Причина скидки с курса акций холдинга как единого целого остается загадкой. Однако приведенный пример по крайней мере показывает, что диверсификация сама по себе не ведет к росту стоимости компании.<sup>1</sup>

**2) Эффект стартового запуска** – в 60-е годы прошлого века компании-конгломераты осуществляли поглощения, которые не приносили очевидных немедленных выгод. Тем не менее, такая агрессивная стратегия вела к росту показателя прибыли в расчете на одну акцию в течение нескольких следующих лет. Чтобы понять, почему это происходило, рассмотрим пример поглощения компании Muck and Slurry хорошо известным конгломератом World Enterprises<sup>2</sup>. Первые два столбца нижеприведенной таблицы (Таблица №1) дают представление о положении компаний до поглощений. Поскольку компания Muck and Slurry не имела благоприятных перспектив роста прибылей, для ее акций был характерен более низкий показатель «цена/прибыль», чем для конгломерата World Enterprises (строка 3). Предположим, что слияние не приносит экономических выгод, и поэтому стоимость объединенной компании будет равна сумме стоимостей этих компаний до их слияния. Иными словами, рыночная стоимость World Enterprises после слияния должна быть равна сумме

---

<sup>1</sup> Р. Брэйли, С. Майерс, //Принципы корпоративных финансов, стр.903.

<sup>2</sup> S.C. Myers. A Framework for Evaluating Mergers. Op. cit.

стоимостей Muck and Slurry и самой World Enterprises до объединения (строка 6).

Так как акции World Enterprises к моменту слияния стоили вдвое дороже акций компании Muck and Slurry (строка 2), корпорация World смогла поглотить Muck, обменяв 50 000 своих акций на 100 000 акций Muck and Slurry. Поэтому после поглощения у корпорации World Enterprises в обращении находится уже 150 000 акций. Совокупная прибыль в результате поглощения выросла вдвое, но количество акций в обращении возросло только на 50%. Поэтому прибыль в расчете на одну акцию возросла с 2 долл. до 2,67 долл. Это можно назвать «эффектом стартового запуска», поскольку никаких подлинных экономических выигрышей в этом поглощении не возникло, а значит, стоимость компании после объединения не возросла.

Поскольку курс акций новой компании не изменился, коэффициент «цена/прибыль» снизился (строка 3).

**Таблица 1:**

**Влияние слияния на рыночную стоимость и прибыль в расчете на акцию компании World Enterprises (в долл.).**

№	World Enterprises (до слияния)	Muck and Slurry	World Enterprises (после поглощения Muck and Slurry)
1			
Прибыль на одну акцию	2,00	2,00	2,67
2			
Курс акций	40,00	20,00	40,00
3			
Коэффициент "цена-прибыль"	20	10	15
4			
Количество акций	100 000	100 000	150 000
5			
Совокупная прибыль	200 000	200 000	400 000
6			
Совокупная рыночная стоимость	4 000 000	2 000 000	6 000 000
7			
Текущая прибыль в расчете на один инвестированный доллар (строка 1/ строка 2)	0,05	0,10	0,067

*Прмечания.*

При покупке Muck and Slurry компания World Enterprises не получила выигрышей, поэтому совокупная прибыль (строка 5) и совокупная рыночная стоимость (строка 6) не показывают дополнительного эффекта. Но прибыль на акцию возросла. World Enterprises выпустила только 50 000 акций (по курсу 40 долл.) для приобретения 100 000 акций Muck and Slurry (по курсу 20 долл.)

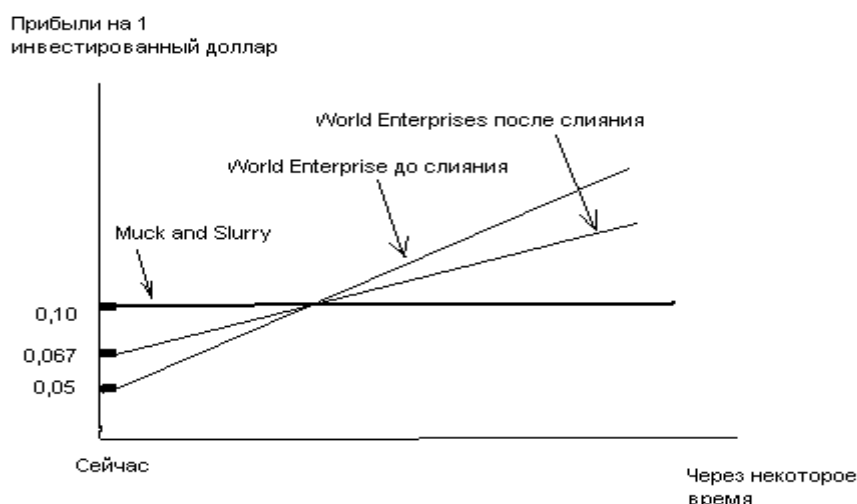
Приведенный ниже рисунок №1 наглядно иллюстрирует приведенные выше выводы. До слияния 1 долл. инвестиций в акции корпорации World Enterprises приносил 5 центов текущей прибыли и перспективы быстрого роста. С другой стороны, 1 долл. инвестиций в акции компании Muck and Slurry приносил 10 центов текущих прибылей, но темп их роста был ниже. Если совокупная рыночная стоимость в результате поглощения не изменилась, тогда 1 долл. инвестиций в акции объединенной компании должен приносить 6,7 цента прибыли с ожидаемым пониженным темпом роста, а акционеры компании Muck and Slurry, как это следует из нижеприведенного рисунка, потеряли на первом показателе, но выиграли на темпах роста прибыли. В этом примере, очевидно, ни одна из сторон не проигрывает, но и не выигрывает.

Финансовые манипуляторы иногда пытаются сбить с толку участников рынка. Допустим, инвесторы находятся под впечатлением от выступления президента World Enterprises и планами введения современных методов менеджмента в компании Muck and Slurry. Они легко могут принять 33%-ный рост показателя прибыли на акцию после слияния этих компаний за признак реального роста. Если это действительно произойдет, курс акций World Enterprises вырастет под влиянием их ожиданий, и акционеры обеих компаний получат от ситуации на рынке выигрыш, не предлагая рынку ничего реального взамен.

### *Воздействие слияния на рост прибылей*

В результате слияния с компанией Muck and Slurry корпорация World Enterprises добилась повышения текущих прибылей, но ей пришлось смириться с замедлением темпов их роста в будущем. Акционеры корпорации ничего выиграли, но и не пострадали, если не считать того, что инвесторов ввел в заблуждение «эффект стартового запуска».<sup>1</sup>

### **Рисунок 1:**



Источник: Брэйли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов// М: Олимп-бизнес, 1997г.

<sup>1</sup> S.C. Mayers. A Framework for Evaluating Mergers\ S.C. Mayers (ed.). Modern Developments in Financial Management. Frederick A. Praeger, Inc., New York, 1976. Fig. 1. P. 639.

## **1.2.Операции слияния и поглощения в рамках теории агентских конфликтов**

Как указывалось выше, конечной целью операций слияния и поглощения является максимизация благосостояния акционеров. Однако менеджеры компаний далеко не всегда руководствуются исключительно заботой об интересах акционеров. Личные мотивы управляющих могут играть далеко не последнюю роль в принятии решений, касающихся как оперативного управления, так и общей стратегии развития фирмы.

Тот факт, что акционеры предоставляют управляющим право принятия решений и делегируют необходимый объем полномочий для их реализации, обуславливает возникновение потенциального конфликта интересов, который рассматривается в рамках общей концепции - *теории агентских отношений*.

Агентские отношения возникают во всех случаях, когда один или несколько индивидуумов, именуемых принципалами, нанимают одного или нескольких индивидуумов, именуемых агентами, для оказания каких-либо услуг и наделяют их необходимыми полномочиями. В теории агентских отношений исследуются, как правило, два типа отношений, потенциально ведущих к возникновению агентских конфликтов:

- акционер - менеджер;
- акционер -- кредитор.

В рамках данного исследования наибольший интерес для нас представляют агентские отношения между акционерами и менеджерами, подробному анализу которых и посвящен данный параграф.

Потенциальный агентский конфликт между акционерами и менеджментом возникает во всех случаях, когда управляющий фирмы владеет менее чем 100 % акций. До тех пор пока все экономические выгоды

от деятельности фирмы несет лишь один человек, который сам ею и управляет, агентского конфликта не существует. Если управляющий-акционер решит менее усердно работать, либо увеличит объем своих привилегий (роскошный офис, личный самолет и т.п.) все последствия такого решения будет нести исключительно он сам. В случае же, если ему принадлежит лишь часть бизнеса, то последствия неэффективной работы или чрезмерного потребления привилегий будут также разделять и другие акционеры. Подобная ситуация, когда действия управляющего идут в разрез с интересами акционеров, и называется агентским конфликтом.

Опасность возникновения агентских конфликтов представляется особенно актуальной в случаях крупных корпораций, где управляющие владеют, как правило, сравнительно небольшим пакетом акций. По мнению многих зарубежных специалистов, в такой ситуации главной целью менеджеров, становится не максимизация благосостояния акционеров, но увеличение размеров управляемого бизнеса, что позволяет им увеличивать собственную власть, претендовать на более крупные оклады и т.п.<sup>1</sup> Все это, безусловно, ведет к необходимости контроллинга действий менеджеров со стороны акционеров.

Как в зарубежном, так и российском законодательстве существуют положения, регулирующие агентирование (ст.ст.1005 - 1011 ГК РФ), но в реальности акционеры не заключают с управляющими агентских договоров на управление компанией. Агентский конфликт между акционерами и менеджерами возникает именно потому, что практически невозможно не только обеспечить эффективное исполнение, но и вообще разработать подобный договор. В силу этого, акционерам приходится прибегать к использованию других методов, позволяющих в той или иной мере обеспечить защиту их интересов как собственников бизнеса. Все разнообразие методов воздействия акционеров на управляющих можно с известной долей условности разделить на:

---

<sup>1</sup> Ю. Бриггем, Л. Гапенски. Финансовый менеджмент.//Перевод с англ. под ред. Ковалева В.В.- С-Пб.: Экономическая школа, 1997, стр.21

1. механизм внутреннего контроля;
2. механизм внешнего контроля.

В рамках механизма внутреннего контроля деятельности управляющих акционеры могут прибегать к методам стимулирующего и дисциплинарного воздействия. Данные методы, в зависимости от положений устава, предусматривающих разграничение компетенции между органами управления акционерного общества, реализуются акционерами либо непосредственно путем принятия соответствующих решений на собрании акционеров, либо через совет директоров.

Стимулирование деятельности управляющих обеспечивается взаимоувязкой их вознаграждения и показателями деятельности фирмы. В качестве основных инструментов, обеспечивающих такую взаимоувязку, можно выделить:

- фондовые опционы;
- наградные акции.

Фондовые опционы получили наибольшее распространение в 50 - 60 гг. в США. Менеджеры фирм, наделенные фондовыми опционами, приобретали право покупки акций руководимой ими компании, в будущем по заранее фиксированной цене. Таким образом, подразумевалось, что менеджер, получив подобный опцион, будет прикладывать все усилия для роста рыночной стоимости фирмы, приводящему, в свою очередь, к увеличению внутренней стоимости опциона. Однако, впоследствии, популярность фондовых опционов заметно сократилась в силу следующих причин.

В периоды спада деловой активности понижительные тенденции на рынке ценных бумаг затрагивают, как правило, всех эмитентов и курсы акций не обязательно отражают исключительно результаты эффективной работы конкретных менеджеров. В то же время в периоды инвестиционной

активности тенденции к повышению курсов акций могут иметь место и у относительно слабо управляемых компаний. Все это может приводить к систематической переоценке или недооценке эффективности управления отдельных компаний.

Поэтому уже к началу 90-х гг. большинство крупнейших зарубежных корпораций внедрили и другие системы поощрения своих руководителей. Наиболее распространенным инструментом стимулирования менеджеров стали т.н. "наградные" акции (bonus shares). Наградными акциями наделяются управляющие, добившиеся значительных успехов в работе, при этом эффективность работы измеряется объективными показателями. В качестве таковых могут выступать рост доходов на акцию, рост прибыли на акционерный капитал и т.п. Такая увязка обеспечивает более эффективное стимулирование менеджеров, поскольку в данном случае их вознаграждение мало зависит от неподвластных им макроэкономических тенденций, влияющих на конъюнктуру фондового рынка, но в большей степени определяется успехами в управлении конкретной компанией.

Дисциплинарное воздействие на руководство компании включает обширный набор различных мер, начиная от ограничений на совершение крупных сделок и заканчивая увольнением высшего менеджмента предприятия.

Необходимо отметить, что до недавнего времени, непосредственное вмешательство акционеров считалось не слишком эффективным способом влияния на действия управляющих. Однако, начиная с середины 80-х гг. прошлого века, повсеместной тенденцией стал рост влияния акционеров на политику, проводимую руководством корпораций. В первую очередь, это обусловлено ростом доли институциональных инвесторов в совокупном акционерном капитале. Например, в Соединенных Штатах к началу 90-х гг. институциональные инвесторы контролировали порядка 45 % совокупного акционерного капитала и более 50 % акционерного



капитала крупнейших американских корпораций.<sup>1</sup> Значительные объемы аккумулированных акций, с одной стороны, не позволяют институциональным инвесторам, в случае несогласия с деятельностью руководства отдельных компаний, просто "выйти из игры", реализовав акции на рынке. В этом случае их ждут существенные потери, так как реализация крупных пакетов неминуемо приведет к обвальному падению рынка. С другой стороны, величина контролируемого акционерного капитала позволяет институциональным инвесторам активно вмешиваться в деятельность корпораций и оказывать давление на управляющих с целью заставить их учитывать интересы акционеров. Этот двойной эффект привел к тому, что в случае неэффективной деятельности руководства компании для крупного акционера наиболее целесообразным становится не избавление от акций такой компании, но решительная борьба за свои права. Как показала практика 90-х гг., такая борьба становится все более успешной. Именно под давлением институциональных инвесторов были уволены ведущие специалисты в таких крупных организациях, как Lockheed Martin, General Motors, American Express и многих других. Исследования зарубежных экономистов подтвердили не только возрастание роли акционеров в управлении корпорациями, но и в целом позитивное влияние этих перемен.<sup>1</sup>

### ***Совет директоров***

Внутренний механизм контроля предполагает двойную роль совета директоров акционерного общества. Во-первых, совет директоров, являющийся по своей природе органом, представляющим интересы акционеров, выступает инструментом, с помощью которого собственники

---

<sup>1</sup> У.Ф. Шарп, Г.Д. Александр, Д.В. Бейли. //Инвестиции. - М.: ИНФРА-М, 1997, стр.12

<sup>1</sup> См. например С.G. Holderness, D.P.Sheehan, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Explanatory Analysis", Journal of Financial Economics,1988,pp.317-346

корпораций воздействуют на управление. В случае, если совет директоров ограничивается исполнительскими функциями и обеспечивает лишь надлежащее претворение в жизнь решений акционеров, перед последними встает проблема самостоятельного контроля деятельности управляющих. Самостоятельный контроль предполагает наличие определенных расходов на его осуществление: т.н. «агентских затрат».

Агентские затраты равны нулю в случае, если акционеры занимают пассивную позицию и полностью абстрагируются от управления компанией, что неизбежно ведет к появлению агентского конфликта. В то же время агентские затраты могут быть весьма высоки, если акционеры стараются задействовать все доступные методы контроля и стимулирования.

Помимо того, что величина агентских затрат может существенно превысить положительный эффект от них, на практике акционеры все равно оказываются не в состоянии осуществлять всеобъемлющий контроль за действиями менеджеров. Ввиду этого, совет директоров должен играть не только исполнительскую роль, но и являться самостоятельным эффективным инструментом контроля качества управления. Фактически, сам механизм внутреннего контроля может считаться достаточно эффективным только при условии активной роли совета директоров, как первичного и наиболее важного органа, обеспечивающего эффективность действий управляющих и их соответствие интересам акционеров.

Эффективность действий совета директоров по обеспечению интересов акционеров являлась и продолжает являться предметом активных экономических исследований.<sup>1</sup> Анализ научных работ, посвященных данной тематике, позволяет сделать следующие выводы.

В целом, совет директоров занимает достаточно активную позицию в управлении акционерным обществом. В случае если результаты деятельности

---

<sup>1</sup> см. например R.Morck, A.Shleifer, R.W.Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, 1988, pp.293-315

фирмы существенно ниже, чем в среднем по отрасли, вероятность вмешательства совета директоров и увольнения ведущих руководителей резко возрастает. Однако проблема становится гораздо сложнее, если снижающаяся эффективность имеет место в рамках всей отрасли. В данном случае для совета директоров становится затруднительно оценить степень вины менеджеров в неудачах компании. Более того, даже в случае наличия объективных обстоятельств, позволяющих оценить деятельность менеджмента как неудовлетворительную, совет директоров неохотно оказывает давление на управляющих, поскольку мероприятия, необходимые для оздоровления бизнеса в увядающей отрасли, зачастую включают продажу отдельных подразделений, увольнение работников и т.п.

С учетом этого, можно констатировать, что внутренний механизм контроля далеко не всегда оказывается достаточно эффективен. Поэтому, при определенных обстоятельствах, с целью защиты интересов акционеров, как владельцев бизнеса, возникает необходимость воздействия на управляющих и совет директоров извне.

В рамках внешнего механизма контроля основным фактором, побуждающим менеджеров действовать в интересах акционеров, является угроза враждебного поглощения. Акционеры, недовольные политикой, проводимой управляющими, могут избрать два основных варианта действий:

1. *активные действия*, выражающиеся в поиске подходящей компании, с целью осуществления поглощения и смены менеджмента. Как правило, акционеры не занимаются таким поиском самостоятельно, но обращаются к финансовым посредникам, имеющим необходимый опыт организации подобных сделок. Например, в американской практике такие функции берут на себя инвестиционные банки.
2. *пассивные действия*, выражающиеся в продаже акций на фондовом рынке. Такие продажи вкупе с негативными ожиданиями инвесторов относительно будущего неэффективно управляемой компании приводят к

существенному снижению стоимости акций и, соответственно, облегчают поглощение.

Анализируя зарубежную экономическую литературу, можно отметить существование полярных точек зрения на эффективность враждебных поглощений, как инструмента регулирования агентских проблем. Например, известный американский экономист Е.Ф.Фама, анализируя различные механизмы корпоративного контроля, приходит к выводу о том, что основным фактором, стимулирующим менеджеров действовать в интересах акционеров, является конкуренция на рынке управленческих кадров. При этом, угроза враждебного поглощения рассматривается как самое последнее, но далеко не самое эффективное средство контроля деятельности управляющих.<sup>1</sup>

Противоположной точки зрения придерживаются М.С.Дженсен и В.Х.Меклинг, доказывающие в своем исследовании, что существуют ситуации, при которых враждебное поглощение обеспечивает хотя и затратный, но наиболее быстрый и эффективный способ повышения качества управления бизнесом.<sup>1</sup> К таким же выводам приходят и К.Г.Холдернесс и Д.П.Шиихан в своей работе, посвященной деятельности т.н. «рейдеров», т.е. компаний, осуществляющих враждебное поглощение.<sup>2</sup> Рассматривая деятельность шести наиболее активных рейдеров за период с 1977 по 1982 год и анализируя динамику курсов акций поглощаемых компаний, они приходят к выводу о том, что одним из результатов поглощений, безусловно, является повышение качества менеджмента. В 90 % случаев активные действия рейдеров приводили к росту рыночной стоимости

---

<sup>1</sup> E.F.Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, 1988, 04.80, p.296

<sup>1</sup> M.C.Jensen, W.H.Heckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 1976, p.p.315-316

<sup>2</sup> C.G.Holderness, D.P.Sheehan, "Raiders or Saviors. The Evidence of Six Controversial Raiders", Journal of Finance and Economics, 1985, 14, p. 555-581

целевых компаний. При этом повышение курсов акций, по мнению ученых, отражало ожидание рынка, что поглотителю примут активное участие в управлении приобретаемым бизнесом и будут эффективней контролировать действия управляющих, либо вообще полностью сменят менеджмент.

Подводя черту, можно отметить, что в настоящий момент экономисты все больше склоняются к восприятию враждебных поглощений не как некоей уродливой формы корпоративной борьбы и передела собственности, но, скорее, как к экономически абсолютно необходимому явлению. Неэффективный менеджмент наносит вред не только интересам акционеров, но и через неудовлетворительные экономические результаты отдельных компаний влияет на экономику в целом. С этой точки зрения враждебные поглощения можно рассматривать как перемещение активов в более эффективное использование, ведущее, в том числе, и к росту общественного благосостояния в целом.

Говоря о механизмах контроля, обеспечивающих выравнивание интересов акционеров и управляющих предприятия, нельзя обойти вниманием и некоторые косвенные механизмы, также призванные обеспечить сглаживание агентских конфликтов, возникающих из разделения владения и управления. Одним из таких косвенных механизмов является т.н. «кодекс корпоративного поведения», представляющий из себя свод определенных правил наилучшего управления акционерными обществами.

Кодексы корпоративного поведения впервые были разработаны и получили широкое применение в странах с наиболее развитыми фондовыми рынками. По мере того, как они доказали свою эффективность в решении проблемы агентских конфликтов акционеров и управляющих, кодексы начали находить все большее применение и в странах с развивающимися рынками капитала (в настоящий момент последнюю стадию доработки проходит и российский кодекс корпоративного поведения).

Структурно кодексы состоят из ряда глав, охватывающих принципы функционирования и порядок взаимодействия между основными органами

управления общества, порядок совершения существенных корпоративных действий (реорганизаций, поглощений, крупных сделок с имуществом общества и т.п.), порядок раскрытия информации об обществе, контроль за финансово-хозяйственной деятельностью компании.

«Красной нитью», проходящей по всему кодексу корпоративного поведения, является защита интересов акционеров. Специалистами по корпоративному управлению уже достаточно давно признан тот факт, что для обеспечения надлежащего корпоративного поведения в отношениях между управляющими и акционерами, одного лишь законодательного регулирования явно недостаточно. Помимо того, что процесс изменений в законодательстве достаточно инерционен и некоторые положительные идеи успевают устареть еще до момента принятия поправок к законам, в законодательном порядке невозможно закрепить этику корпоративного управления. Данную проблему и призваны решать кодексы корпоративного поведения, которые, фактически, дополняют правовые акты но не буквой, а, скорее, духом предпринимательской этики. Именно в силу этого основные положения кодексов носят декларативный характер, а сами кодексы не являются правовыми актами.

Тем не менее, декларативность кодексов не означает их полной необязательности. Процесс соблюдения основных положений кодексов, как правило, находится под пристальным контролем государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг. Они требуют от компаний раскрытия информации о том, насколько практика их корпоративного управления соответствует основным положениям кодекса, чем вызваны причины несоответствий, в случае если таковые имеют место. Такое раскрытие информации обеспечивает потенциальных акционеров и инвесторов информацией о качестве корпоративного управления в том или ином акционерном обществе, политике взаимоотношений управляющих с акционерами, опасностях потенциальных агентских конфликтов. С учетом этого, кодекс не только сам по себе оказывает ограничивающее воздействие

на менеджеров, сглаживая потенциальные агентские конфликты. Фактически, информация о том, насколько то или иное акционерное общество следует положениям кодекса в своей повседневной деятельности, позволяет акционерам сделать предварительный выбор инструмента воздействия на менеджмент в случае его неудовлетворительной работы.

Таким образом, кодекс корпоративного поведения не только способствует развитию культуры и качества корпоративного управления, формированию этики предпринимательских отношений, но и выступает механизмом, позволяющим акционерам своевременно аккумулировать необходимый объем информации о деятельности менеджмента и реагировать на возникновение агентских конфликтов с использованием наиболее эффективных в конкретной ситуации инструментов.

## **Глава 2. Опыт проведения операций слияний и поглощений с использованием инструментов фондового рынка за рубежом и возможности его применения в российских условиях**

Из общего количества методов проведения операций поглощений, в т.ч. враждебных, можно выделить три основных:

- 1) Тендерное предложение
- 2) Скупка акций на фондовом рынке
- 3) Борьба за представительство

Все эти три метода объединяет необходимость проведения подготовительных мероприятий.

Как правило, первым этапом поглощения является приобретение небольшого пакета акций целевой компании. Статус акционера позволяет приобретающей компании воспользоваться следующими преимуществами:

- возможность ознакомления с реестром акционеров
- возможность выдвижения своих кандидатов в совет директоров
- возможность инициирования внеочередного собрания акционеров
- возможность получения практически любой информации о деятельности поглощаемой компании

Необходимо отметить, что, обладая статусом акционера, фирма-поглотитель может подать иск на руководителей целевой компании на предмет несоблюдения прав миноритарных акционеров целевой компании в ходе осуществления защитных мероприятий. Как правило, целевые компании абстрагируются от интересов миноритарных акционеров при проведении защитных мероприятий. Таким образом, у поглощающей компании появляется дополнительный способ воздействия на целевую компанию.

Далее, в данном случае имеется возможность экономии на издержках поглощения, поскольку после того, как информация о будущем поглощении станет известна инвесторам, возможен рост курсовой стоимости акций целевой компании.

В некоторых случаях размер первоначально аккумулируемого пакета определяется правовыми нормами, регулирующими порядок раскрытия информации о слияниях и поглощениях. Так, в США размер первоначально аккумулируемого пакета не превышает 5% согласно закону Уильямса от 1968 года. Во исполнение указанного закона поглощающая компания обязана в течение 10 дней с момента приобретения 5% акций какого-либо эмитента раскрыть существенную информацию о сделке. Такой порядок раскрытия информации является механизмом тревожного оповещения как для



потенциального объекта поглощения, так и для всех участников рынка ценных бумаг.

Опишем методы финансирования операций поглощения в России и за рубежом.

Формами и способами оплаты, используемыми в сделках по слиянию и поглощению за рубежом, являются следующие:

- Выплаты наличными (доля подобных сделок снижается);
- Оплата участия собственными акциями и иными ценными бумагами поглощающей компании-наиболее популярная форма оплаты;
- Оплата участия ценными бумагами третьих лиц;
- Конвертация долга перед кредиторами в акции;
- Комбинированное финансирование: деньги и обмен ценными бумагами (сделка по получению синдицированного кредита 30 млрд долл. Vodafone AirTouch при приобретении Mannesmann как части всего предложения на сумму около 150 млрд долл.; аналогично была использована денежная составляющая при проведении контратаки Elf против TotalFina);

Российскими формами финансирования операций поглощения чаще всего являются:

- оплата денежными средствами приобретаемых пакетов акций компании - цели (скупка акций ГАЗа);
- обмен акциями
- привлечение инвестиционных и кредитных ресурсов для приобретения контроля (банк выступает гарантом оплаты, аккумулируемых требований);
- финансирование сделок по приобретению за счет собственных акционеров;
- оплата прав требований к компании-цели за счет иных ценных бумаг (используется фактический swap: долговые требования оплачиваются векселями, в том числе третьих лиц).

Вернемся к описанию методов проведения операций поглощений, используемых в мировой практике.

### ***Тендерное предложение***

По сути, тендерное предложение – это прямое предложение акционерам целевой компании о покупке акций.

Необходимо отметить, что российское законодательство не содержит определения тендерного предложения. В американском законодательстве также нет такого определения, однако Англо-саксонская правовая система основывается на судебном прецеденте, как на источнике права.

Проблема заключается в интерпретации самого понятия тендерного предложения

В США в процессе судебных разбирательств был разработан специальный тест, позволяющий судить о наличии тендерного предложения. Ниже приведены критерии этого теста:

- предложение о приобретении акций обращено ко всем акционерам и носит публичный характер;
- предполагается покупка значительного пакета акций;
- предложение о покупке содержит премию сверх сложившейся на данный момент рыночной цены акций целевой фирмы;
- условия предложения скорее фиксированные, чем договорные;
- в предложении о покупке содержится оговорка относительно минимально необходимого объема предлагаемых к продаже акций;
- предложение о покупке действительно в течение определенного промежутка времени;
- существует определенное давление на акционера, побуждающее его продать акции;

- публичное объявление планов покупки, касающихся целевой компании, предваряет либо совпадает с быстрой аккумуляцией крупных пакетов ее акций.

Однако тендерное предложение является одним из самых дорогостоящих инструментов поглощения (оплата публикаций, PR-компания и др.).

Необходимо отметить, что тендерное предложение является самым эффективным инструментом проведения операций поглощений. За период с 1980г. по 2001г. около 80% всех тендерных предложений, имевших место в США, увенчались успехом.<sup>1</sup>

Тендерные предложения получили наибольшее распространение в период с 1987 по 1990г, когда необходимое финансирование операций поглощения обеспечивалось рынком т.н. «бросовых» облигаций (junk bonds). Начиная с 1993г. и до настоящего момента наблюдается непрерывный рост использования тендерных предложений.

Далее, представляется целесообразным рассмотреть механизм тендерного предложения. Как правило, первым этапом тендерного предложения является создание группы участников<sup>2</sup>, которые во взаимодействии друг с другом будут проводить указанную операцию. В указанную группу могут входить:

- 1) депозитарий
- 2) инвестиционный банк/универсальный банк
- 3) юридический консультант
- 4) «информационный спонсор»

Инвестиционный/универсальный банк играет очень важную роль в проведении поглощения, выполняя функции консультанта и функцию финансирования сделки, поскольку у поглощающей фирмы часто возникает потребность в привлечении дополнительных финансовых ресурсов. В этом

---

<sup>1</sup> Mergestat Review, 2002, p.79

<sup>2</sup> Здесь описывается механизм тендерного предложения, используемый в США

случае банк может предоставить кредит или организовать размещение облигаций поглощающей фирмы.

Функции консультанта, в основном, сводятся к т.н. «структурированию» сделки. Также банк может взять на себя функции по организации расчетов с акционерами по выкупаемым акциям.

Квалифицированная юридическая поддержка при поглощении необходима, поскольку существует большая вероятность подачи в суд исковых заявлений целевой компанией против поглощающей компании. Зачастую защитные мероприятия, проводимые целевой компанией, ущемляют права миноритарных акционеров. Поэтому в некоторых случаях юристы поглощающей фирмы могут инициировать встречный иск к целевой компании, ведущий к снижению эффективности защитных мероприятий целевой компании.

Операции поглощения требуют информационной поддержки, поэтому обычно к «освещению» операций такого рода привлекаются «независимые» журналисты, информационные агентства, которые организуют освещение операции в СМИ (в нужном контексте).

Согласно американскому законодательству тендерное предложение считается официально начавшимся в день, когда произошло хотя бы одно из следующих событий:

- реклама тендерного предложения;
- рассылка информационных материалов акционерам целевой компании
- публикация о тендерном предложении

В американском законодательстве очень четко определяется необходимость раскрытия поглощающей компанией всей существенной информации о сделке (сведения о приобретаемых ценных бумагах, источниках финансирования и др.)

Законодательно установленный срок действия тендерного предложения составляет 20 дней (но зачастую он пролонгируется, например, при изменении первоначальных условий предложения). В течение срока

действия тендерного предложения акционеры целевой компании имеют право принадлежащие им акции к выкупу на предложенных приобретателем условиях.

Установление минимальных сроков тендерного предложения, по сути, является механизмом защиты прав акционеров, поскольку это способствует принятию акционерами более взвешенного и обдуманного решения.

Далее, необходимо описать наиболее часто встречающиеся условия выкупа, предлагаемые акционерам целевой компании.

Наиболее часто встречающийся механизм использования тендерного предложения – это т.н. «двухъярусное» тендерное предложение, упоминавшееся выше. Суть данного явления сводится к неявному разбиению акционеров на две группы, одна из которых представляет контрольный пакет, т.е. акционерам целевой компании поступает предложение о выкупе контрольного пакета по одной цене, а оставшихся акций – по другой (значительно меньшей) цене. Такой механизм стимулирует акционеров как можно быстрее продать принадлежащие им акции, чтобы попасть в первую группу.

«Двухъярусные» тендерные предложения наиболее активно использовались в США в 80-е годы 20 века.<sup>1</sup>

Для определения возможности применения тендерных предложений в российских условиях необходимо проанализировать российское законодательство в этой области. Необходимо отметить, что «законодательная проработанность» этого вопроса в России оставляет желать лучшего. Фактически все российское законодательное регулирование тендерных предложений представлено ФЗ «Об акционерных обществах». Согласно п.1 ст.80 указанного закона максимальный срок тендерного предложения составляет 90 дней, минимальный – 30 дней.

---

<sup>1</sup> Джафаров Д. Операции поглощения акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика //Кандидатская диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001г.

Далее, согласно п.2 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрело 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций более 1000, обязано в течение 30 дней предложить остальным акционерам продать принадлежащие им обыкновенные акции общества и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции общества по рыночной цене, но не ниже их средневзвешенной цены за 6 месяцев, предшествующих дате приобретения. Таким образом, п.2 ст. 80 вышеуказанного закона ограничивает возможность применения «двухрусного» тендерного предложения, фактически уравнивая права всех акционеров.

Пункт 4 ст. 80 ФЗ «Об акционерных обществах» ограничивает минимальный срок тендерного предложения 30-ю днями. Однако в российском законодательстве, в отличие от американского, не предусмотрена возможность продления этого срока.

Таким образом, российское законодательство открывает значительно более широкие возможности конструирования и использования тендерных предложений, чем американское законодательство. Так, п.1 ст.80 ФЗ «Об акционерных обществах» позволяет собрать больший первоначальный пакет акций (до раскрытия намерений о поглощении)- 29,9%, чем это позволяет сделать американское законодательство – 19,9%. Кроме всего прочего это позволяет приобретателю значительно сэкономить на издержках поглощения и приобрести большее количество акций целевой компании по текущим рыночным ценам, без выплаты премии за контроль.

На основании вышеизложенного можно сделать вывод, что тендерные предложения могут практически без ограничений применяться в российской практике, акционеры целевой компании практически не защищены от негативных последствий поглощений, т.к. законодательные нормы, обеспечивающие защиту их интересов, недостаточно проработаны.

### *Скупка акций на рынке*

Данный способ поглощения связан с механизмом «тендерного предложения», хотя бы потому, что до объявления тендерного предложения приобретающей компании все равно приходится скупать первоначальный пакет акций.

Если абстрагироваться от теории, то становится понятно, что приобретающая фирма с большой долей вероятности будет использовать «неявно» аффилированные компании для аккумуляции первоначального пакета акций. Брокерские компании также могут оказать приобретающей компании поддержку, которые могут скупить акции целевой компании при наличии гарантии их дальнейшего выкупа приобретающей компании. Все это позволяет поглощающей компании существенно сэкономить на издержках поглощения, т.к. после осуществления тендерного предложения акции целевой компании могут существенно подорожать, в т.ч. за счет необходимости уплаты премии за контроль. Таким образом, поглощающая компания через аффилированных лиц может собрать контрольный пакет до осуществления тендерного предложения, а затем направить тендерное предложение своим аффилированным лицам. Но это будет являться не более чем формальностью. Сэкономив на покупке первого пакета акций, приобретающая сторона может увеличить цену выкупа акций по тендерному предложению. Также необходимо отметить, что, обладая первоначальным пакетом акций, пусть даже и небольшим, поглощающая компания имеет возможность внедрить своих представителей в совет директоров приобретаемой компании, что может позволить организовать противодействие защитным мероприятиям поглощаемой компании «изнутри».

Успех осуществления операции путем скупки акций на рынке может быть во многом обусловлен деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг, специализирующихся на перепродаже акций целевой компании. Как только информация о планирующемся поглощении

становится доступной для участников рынка ценных бумаг, т.н. арбитражеры приступают к аккумулярованию акций целевой компании для дальнейшей перепродажи. Возможен вариант, когда арбитражеры начнут скупку акций целевой компании с заключением договора обязательного выкупа этих акций приобретателем в дальнейшем под гарантию инвестиционного банка. Этот сценарий развития событий представляется наиболее вероятным, т.к. инвестиционный банк, как правило, является одним из участников операции поглощения. Таким образом, происходит изменение структуры акционеров целевой компании, что, несомненно, облегчает работу поглощающей компании.

Необходимо отметить, что скупка акций на рынке является очень эффективным инструментом поглощения в случае, если контрольный пакет акций аккумулярован в руках сравнительно небольшого количества акционеров, предварительно согласных на продажу указанных акций. Однако, чтобы заручиться поддержкой этих лиц, вероятно, потребуется уплатить им премию сверх рыночных цен.

### ***Борьба за представительство***

Борьба за представительство является второй наиболее часто используемой формой борьбы за корпоративный контроль, которая чаще всего находит свое выражение в двух формах:

- 1) борьба за места в совете директоров – позволяет приобретающей компании установить контроль над деятельностью целевой компании.
- 2) борьба за утверждение на собрании акционеров предложений управляющих – возможность выносить на собрания акционеров предложения



о приобретении, либо выступить с инициативой принятия поправок к уставу, нацеленных на защиту от враждебного поглощения.

Однако борьба за представительство, по сути, - механизм проведения поглощений, лишь косвенно затрагивающий инструменты фондового рынка, поэтому более подробное его описание в данной работе не приводится.

Далее, мы абстрагируемся от конкретных методов проведения операций поглощений, и уделим внимание одному из самых интересных и актуальных в нынешних российских условиях виду поглощений – враждебному поглощению.

Враждебные поглощения - одна из форм интеграционных операций, они несут те же черты, что и любые интеграционные сделки<sup>1</sup>.

Большинство российских враждебных поглощений не могут быть квалифицированы в соответствии с иностранными дефинициями. Спектр способов получения контроля над компанией-целью в процессе враждебной атаки не подпадает ни под какие модели и критерии, принятые международным бизнес-сообществом. Методы российских враждебных захватов чем-то напоминают российские же интеграционные сделки по получению контроля над капиталом, активами или сделками, которые используются с 1991 г.

Из подобных сделок только небольшая часть может быть квалифицирована как классические образцы M&A. При этом большая часть российских интеграционных операций может быть квалифицирована как враждебные поглощения, во-первых, из-за оказанного сопротивления и, во-вторых, при наличии конкурента-захватчика. В данную категорию попадает значительное количество сделок, а отсутствие устоявшихся норм и правил и всеобщая коммерциализация государственных и иных общественных институтов существенно расширили круг так называемых «заинтересованных участников».

В России частота использования сделок по враждебному поглощению определяется следующими условиями:

- изначальное сохранение условий монополизации экономики, которая была унаследована от советской экономики;
- de-facto основной экспортный поток доходов формируется на 2000 российских предприятий;
- большая часть предприятий - производителей экспортных товаров, самые заманчивые компании-цели, уже были включены в те или иные группы компаний к августу 1998 г.;
- сформировавшаяся стабильная структура акционеров возможных компаний-целей в условиях краха фондового рынка 1998 г. не позволяла в большинстве случаев получать контроль над компанией-целью путем приобретения пакетов акций на вторичном рынке до середины 2000 г.;
- возможность снижения стоимости сделки по получению контроля посредством приобретения долговых обязательств и сохранения «инкогнито»;
- отсутствие нормативного регулирования сделок с долговыми обязательствами.

**Основные причины непопулярности и возможные трудности при осуществлении классических M&A в России следующие:**

- Трудоемкая и капиталоемкая процедура сделки (необходимость проведения в большинстве случаев нескольких собраний акционеров/участников; согласование с государственными органами; финансовые издержки; затраты на приобретение акций у несогласных акционеров; снижение ликвидности общества - приобретателя акций).
- Влияние кредиторов (право досрочного прекращения обязательств, возможные выплаты).

---

<sup>1</sup> Леонов Р. Иностраный прецедент//Рынок ценных бумаг, 2000г., №24.

- Наличие задолженности присоединяемой компании перед бюджетом и внебюджетными фондами и издержки по ее реструктуризации.
- Наличие ценных бумаг на иностранных рынках (АО «Черногорнефть», МТС, разместившие АДР).
- Требования по составлению и наличию информации в передаточных актах и разделительном балансе.
- Налоговые последствия.
- Предполагаемые противоречия между группами акционеров (использование тактики шантажа со стороны портфельных инвесторов и др.).

Поэтому в большинстве случаев в интеграционных сделках преследуется цель получения непосредственного контроля над активами и финансово-хозяйственными операциями, а возможное доминирование в органах управления акционерного общества - это только один из способов достижения цели, и не всегда самый продуктивный.

## **Особенности проведения поглощений в России**

Выбор в пользу российских разновидностей интеграционных операций диктовался многими факторами, но можно считать, что большинство факторов явно подталкивало к внедрению так называемого «русского варианта захвата», который имеет характеристики, представленные в нижеприведенной таблице (Таблица № 2).

**Таблица № 2**

Сравнительная характеристика западного «враждебного поглощения» и «русского захвата»

Характер-	Западное	"Русский захват"
-----------	----------	------------------

ристика	"враждебное поглощение"	
Форма	Выстраивание пакета (до 10%) в компании-цели; открытый тендер против воли управляющих	"Тихая" скупка; открытое предложение; приобретение долговых обязательств
Инициатор атаки	Агрессор (его дочерняя финансовая компания или уполномоченный инвестиционный банк)	Оффшоры агрессора
Инструмент получения контроля	Акции компании-цели	Акции; долговые обязательства
Форма оплаты	Наличные; акции агрессора; иные ценные бумаги (как агрессора, так и третьих лиц)	Наличные; векселя (не более 8%) агрессора или принятые рынком; <i>PRINs</i> и <i>IANs</i>
Стоимость операции	Рыночные котировки акций плюс премия	Рыночные котировки акций или прямые соглашения с кредиторами (цена

		может варьироваться от 6,5 до 90% величины денежного обязательства, без учета штрафов и т.п.)
Инициаторы	Управляющие "захватчика"; инвестиционные банки (гораздо реже)	Акционеры/участники "захватчика"
Главный бенефициар	Акционеры компании-цели; управляющие "захватчика"; управляющие компании-цели	Акционеры/участники захватчика; некоторые из акционеров компании-цели; некоторые из кредиторов компании-цели
"Судьба" компании-цели	Присоединение к "захватчику"; отчуждение большей части непрофильных активов; последующая продажа	Реструктуризация; разделение активов; возможное прекращение деятельности
Влияние третьих лиц	Возможно только со стороны судов (в случае начала	Чрезвычайно велико (прогнозируемое/непрогнозируемое)

	тяжбы), антимонопольных органов, ключевых кредиторов компании-цели; влияние правительства минимально (пример сделка по <i>Mannesmann</i> ); резко возросло влияние инвестиционных банков	
--	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

Источник: Леонов Р. Иностраный прецедент//Рынок ценных бумаг, 2000г., №24.

Ключевым отличием в проведении сделок враждебного поглощения стало отличие в используемых инструментах по получению контроля (Таблица № 3).

**Таблица № 3**

Отличие в используемых инструментах по получению контроля при проведении «враждебного поглощения» и «русского захвата»

Характеристика	Акции компании-цели	Долговые обязательства компании-цели
Простота принятия решений	Необходимость согласования и принятие формального	Отсутствие необходимости в принятии формального

	решения органами управления "захватчика"	решения
Антимонопольное регулирование	Достаточно развито	Отсутствуют
Налоговый режим	Только налог на прибыль	Возможен НДС (но часто не платится); налог на прибыль
Возможность приобретения самой компанией- целью	До 10% (далее запрет по законодательству)	Прямые ограничения отсутствуют
Стоимость приобретения	Рыночная (чаще всего) или контрактная	Контрактная (за исключением векселей, которые могут продаваться на рынке)

Источник: Леонов Р.//Иностранный прецедент//РЦБ № 24, 2000г.

Также необходимо отметить, что в российских условиях видоизменились роль и статус участников враждебных сделок:

- Управляющие компании-цели чаще всего обладают существенными пакетами акций и фактически являются значимыми акционерами и/или кредиторами (соответственно используется иной инструментарий защиты).

- Региональные власти, не имея возможности непосредственного законодательного регулирования интеграционных сделок (как в США), участвуют в сделках на той или иной стороне (например, отказ администрации Мурманской области продавать пакет акций - 21,2% - Ковдорского ГОКа, который стал объектом атаки МДМ-Групп и Северстали).
- Влияние иностранных инвесторов компаний-целей - трансферт в их адрес части функций управляющих компании-цели по защите от захвата или выкуп у них имеющихся требований и/или пакетов акций компании-цели. Достаточно часто инвесторы встают на сторону защищаемой стороны, поддерживая ее в судебной защите от захватчика (например, иски компании Dart Management по признанию недействительным аукциона по продаже имущества «Кондпетролеум»).
- Акционеры в большинстве российских захватов не являются главными выгодоприобретателями и не могут противостоять захватам.
- Кредиторы могут получить определенные выгоды от выкупа своих требований со стороны компании-захватчика.
- Официальные кредиторы достаточно часто используются в качестве инициатора дела о банкротстве (Фонд обязательного медицинского страхования ХМАО с требованием 1,5 млн руб. инициировал в апреле 1999 г. процесс против ОАО «Варьеганнефтегаз», другие долги превышали 800 млн руб.).
- Иностранные кредиторы в некоторых случаях продавали свои долговые требования к компаниям-целям в пользу компаний из группы захватчика (неподтвержденная информация о продаже некоторыми участниками из синдиката банков - кредиторов долгов компании СИДАНКО в пользу ТНК).
- Судебные инстанции. Решения судов используются для ограничения прав по голосованию или владению пакетами акций компании-цели (тактика «Альфа-Эко» при атаке на «Тагмет»).



## ФОРМЫ ЗАЩИТЫ ОТ ВРАЖДЕБНОГО ПОГЛОЩЕНИЯ В РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ

В настоящее время помимо использования мер международного опыта (существенно скорректированного) против враждебных поглощений российские компании применяют следующие меры защиты (Таблица № 4).

**Таблица №4**

Меры защиты против враждебных поглощений, применяемые российскими компаниями

Способ защиты	Характеристика	Российский "пользователь"
"Акуля отрава" ( <i>Shark Repellent</i> )	Поправки к уставу	"Красное Сормово", Газпром (была затруднена смена членов совета директоров)
"Отравленная пилюля" ( <i>Poison Pill</i> )	Создание особого вида ценных бумаг	Используется крайне редко
Создание стратегической сети ( <i>Strategic Stakes</i> )	Обмен пакетами акций между компаниями союзниками	Создание альянсов применяется крайне редко (можно говорить только о краткосрочном альянсе между изначально неравноправными партнерами Сибнефтью и Славнефтью против ТНК, но обмен пакетами не может иметь

		место)
"Золотой парашют" ( <i>Golden Parachute</i> )	Защита топ-менеджеров	Была запланирована Газпромом и Роснефтью при размещении ценных бумаг на западных рынках
"Защита Пэк-Мен" ( <i>Passan Defense</i> )	Скупка акций "хищника"	Славнефть приобрела незначительные пакеты акций дочерних обществ ТНК; Интерросу не удалось приобрести пакет акций ТНК (49%) на инвестиционном конкурсе
"Белый рыцарь" ( <i>White Knight</i> )	Привлечение компании-защитника после начала атаки	ЗАО «БАМО-Стройматериалы» перебила атаку «Сибалюминия» на своего основного поставщика – «Воронежский завод стройалюминконструкций» (за 0,2 млн долл.- оплата акций и 6 млн долл.- долги
"Драгоценности короны" ( <i>Crown Jewels</i> )	Продажа наиболее значимых активов	Реструктуризация ОАО "Норильский никель" в форме трансферта активов в пользу "Норильская горная компания"
Тяжба ( <i>Litigation</i> );	Инициирование судебных исков	Отказ Славнефти в выборе представителей ТНК в органы

использование юридической защиты		управления; попытка СИДАНКО повлиять на конечные результаты атаки ТНК
"Тактика выжженной земли" ( <i>Scorched Earth Policy</i> )	Комплекс кардинальных мер	Очень распространен, но чаще всего не влияет на желание "захватчика" получить контроль над целью
Дополнительная эмиссия ценных бумаг	Размывание доли "хищника"	"Северная нефть" против Коминнефть (группа ЛУКОЙЛа); АО ЛОМО - устранение разрыва с капиталом чистыми активами
Выкуп собственных акций ( <i>shares buy-back</i> )	Защита от возможного "захвата" (в западной практике ориентирована на небольшое количество "сомневающихся" акционеров (до 30%)), достигается посред-ством части продажи <i>non-core assets</i> (неосновных) компании-цели	Один из основных элементов стратегии защиты, при этом выкуп осуществляется за счет нераспределенной прибыли (Роснефть приобрела пакеты акций Пурнефтегаза, своей дочерней компании, у оффшорной компании <i>Chaslow Ltd.</i> Одновременно в законодательстве п

Получение иных форм контроля над акциями		Уполномоченный агент ММК получал в доверительное управление акции, находящиеся у работников комбината
Выкуп долгов дочерних обществ	Защита от установления внешнего управления	Славнефть приобрела всю кредиторскую задолженность своих дочерних обществ (несколько сотен миллионов долларов)

Источник: Леонов Р. Иностраный прецедент//Рынок ценных бумаг, 2000г., №24.

Практика позволяет определить особенности проведения защитных мероприятий в российских условиях:

- по сравнению с западной практикой доля успешных отражений крупными компаниями враждебных захватов или сделок по получению контроля в России невелика. С определенной долей условности можно признать таковыми защиту «Тагмета» (хотя, с другой стороны, можно сказать, что и «Альфа-Групп» достигла поставленных целей)<sup>1</sup>.
- бюджеты операций по получению контроля у компаний-захватчиков очень гибки, они могут легко превышать на значительные суммы, что на Западе встречается гораздо реже.
- одновременно с этим атакующая сторона (помимо преимущества по времени и скорости, которое присутствует в большинстве в большинстве сделок) может использовать некорпоративные способы: судебного, в т.ч. уголовного, преследования, привлечения к сделкам силовых структур, использования «административного» ресурса и т.д.

<sup>1</sup> Леонов Р. Способы защиты от враждебных захватов в России//Управление компанией, 2001г., №1.

- системы защиты в настоящее время детально не формализованы в нормативных актах. Это одновременно хорошо и плохо: защищающая сторона менее скована, но и атакующая встречает еще меньше преград или с легкостью преодолевает существующие требования, например, антимонопольного законодательства за счет достаточно простой инженерии сделок.
- ориентация системы защиты компании на использование «административного» ресурса (даже если поддерживается корпоративными методами), встречающаяся во множестве сделок, в большинстве своем оказывается неэффективной и не защищает от возможной передачи контроля над компанией и ее активами.
- в российских условиях системы защиты чаще всего создаются post factum, т.е. уже после начала атаки, когда инициатива уже у атакующей стороны.
- в большом количестве сделок система защиты базируется или на одном инструменте или на инструментах одного блока, что также отличается от западной практики.
- не существует т.н. «резервных моделей» органов управления: управленческая модель, которая может эффективно функционировать в периоды обычной деятельности, не всегда демонстрирует свои положительные качества во время агрессии.

Существует много различных инструментов проведения операций поглощения, в т.ч. и враждебных, и способов защиты от них, однако, как уже было указано выше, абсолютно четких критериев классификации этих инструментов не существует. Особенно наглядно это проявляется в российских условиях. Поэтому условием успешного проведения операции поглощения (или защиты от поглощения), в т.ч. и враждебного, может являться только комплекс описанных выше мер. Точно также нельзя

выработать универсальный комплекс мер для нескольких стран по причине того, степень «проработанности» законодательства, регламентирующего деятельность такого рода, в разных странах разная. В этой главе это наглядно было продемонстрировано на примере сравнения законодательства США и России в этой области.

Очевидно, что проведение операций слияния и поглощения, как в России, так и за рубежом, требует серьезной юридической поддержки и, в первую очередь, доступа к правовым базам данных. В российской практике проведения подобных операций можно выделить компьютерную справочную систему Гарант, которая разрабатывается с 1990 года. В настоящее время она является основным инструментом принятия решений по правовым вопросам для многих руководителей и юристов.

В России данная компания имеет более 250 представительств.

Информационные ресурсы компании - более 800 000 документов. Полный объем информационного банка системы ГАРАНТ более 750 000 документов и комментариев к нормативным актам, еженедельное пополнение составляет около 2000 документов. Это 29 специализированных правовых блоков по всем разделам федерального законодательства и 114 правовых блоков по законодательству субъектов Федерации. В системе ГАРАНТ представлено законодательство 60 регионов Российской Федерации, а также практика 10 Федеральных Арбитражных Судов.

Специалисты и пользователи системы правового сопровождения ГАРАНТ особо отмечают следующие качества системы:

- 1) Все документы в данной системе представлены с комментариями и разъяснениями специалистов, в т.ч. содержатся материалы из популярной бухгалтерской прессы.
- 2) Реализована уникальная технология поиска через Энциклопедию ситуаций. Пользователь формирует запрос, используя привычные ему термины, система в течение нескольких минут предоставляет ему ответ.

- 3) В системе представлены все типа правовой информации – федеральное и региональное законодательство, международные договоры, комментарии, проекты законов, судебная и арбитражная практика, а также бизнес-справки, налоговый календарь, формы бухгалтерской и статистической отчетности, таблицы и схемы по вопросам законодательства и многое другое.
- 4) Поиск нужной информации осуществляется по всему информационному банку системы.

В настоящее время с системой ГАРАНТ работают структуры федеральных органов исполнительной власти и органов местного самоуправления, банки, аудиторские и консалтинговые фирмы, промышленные предприятия, учебные заведения, специалисты различных предприятий и организаций Система Reuters каждую неделю транслирует новости российского законодательства из системы ГАРАНТ.

Система ГАРАНТ распространяется по сетям американской компании LEXIS/NEXIS, а компания IBM East Europe/ Asia Ltd. Демонстрирует и распространяет ГАРАНТ в составе собственной Персональной обучающей системы PLS.

## **Глава 3. Необходимость проведения реформы российской электроэнергетики**

### **3.1. Концепция реформы предприятий российской электроэнергетики**

Еще несколько лет назад российская электроэнергетика переживала состояние острого кризиса. В настоящее время положение отдельных энергокомпаний, да и всей отрасли, немного улучшилось, начал развязываться узел неплатежей, отрасль стала получать живые деньги, проводить текущие расчеты и погашать задолженность перед поставщиками угля и мазута. Текущий уровень тарифов на электро- и теплоэнергию достиг уровня, при

котором он покрывает текущие издержки отрасли. Однако, несмотря на позитивные тенденции, положение отрасли продолжает оставаться тяжелым, что обуславливается следующими факторами:

- сохраняется отношение к энергетической отрасли как к донору российской экономики;
- проводится жесткая тарифная политика, часто не обеспечивающая компенсацию затрат на производство и транспорт электрической и тепловой энергии, восстановление и развитие основных фондов. Регулирование тарифов часто зависит от политической конъюнктуры в ущерб экономическим принципам регулирования;
- не обеспечивается согласование регулирования тарифов на электроэнергию на федеральном и региональном уровнях. Политика тарифного кредитования энергоемкой экономики, проводимая региональными властями, не стимулирует энергосберегающие технологии, тем самым загоняя проблему внутрь;
- накоплена, а в некоторых регионах продолжает расти, задолженность потребителей, что провоцирует кризис неплатежей, порождает нехватку оборотных средств у энергетических предприятий и существенно снижает их финансовую устойчивость;
- сохраняется затратный механизм функционирования предприятий электроэнергетики, не стимулирующий повышение эффективности их производственной деятельности;
- не на всех предприятиях электроэнергетики завершено формирование эффективной структуры управления

Наличие затратной системы ценообразования уничтожает стимулы к эффективному хозяйствованию.<sup>1</sup> Вертикальная интегрированность

---

<sup>1</sup> Концепция реструктуризации РАО «ЕЭС России»//www.rao-ees.ru/ru/reforming



компаний и, как следствие, их непрозрачность, не позволяют установить истинные масштабы неэффективных затрат, позволяют компаниям проводить перекрестное субсидирование разных видов бизнеса.

Переход к конкурентному ценообразованию создаст реальную связь между эффективностью бизнеса и размером прибыли и коренным образом переломит затратные тенденции в электроэнергетике.

Низкая рентабельность и неплатежи, отсутствие государственной поддержки развития электроэнергетики приводят к постоянному снижению объемов инвестиций в электроэнергетику. Идет ускоренное старение оборудования в электроэнергетике. Его износ на 01.01.2002 составил порядка 60%. Сохранение тенденций снижения располагаемой мощности электростанций даже в краткосрочной перспективе может привести к невозможности удовлетворения спроса на электроэнергию. Проблема усугубляется тем, что, учитывая длительность инвестиционного цикла, крупные инвестиции необходимы уже сегодня.

Поэтому можно сделать вывод, что преодоление кризисных тенденций в электроэнергетике невозможно без глубокой, крупномасштабной реструктуризации РАО «ЕЭС России» и его дочерних компаний, развития конкурентных отношений в электроэнергетике, изменения подходов к государственному управлению отраслью и механизмам привлечения крупномасштабных инвестиций.

Проводимая сегодня реформа электроэнергетики имеет своей целью формирование финансовоустойчивых отраслевых компаний, способных конкурировать на рынках электроэнергии и услуг и привлекать инвестиции для своего развития, поддерживающих благоприятные условия воспроизводства рабочей силы, при надежном и бесперебойном снабжении платежеспособных потребителей электрической и тепловой энергией. При этом темпы и масштаб реструктуризации должны

согласовываться с темпами реформирования и становления конкурентного рынка электроэнергии.

Достижение указанных выше целей потребует решения следующих задач:

- отделение естественно-монопольных видов бизнеса (диспетчеризации и транспорта электроэнергии) от тех видов бизнеса, в которых возможно использование рыночных механизмов – генерации и сбыта;
- создание четких правил функционирования рынков электроэнергии и услуг в электроэнергетике, основанных на рыночных механизмах ценообразования в конкурентных сегментах рынка;
- совершенствование порядка и методов государственного регулирования тарифов на электрическую и тепловую энергию в нерыночных зонах оптовой торговли, обеспечивающих производителям полную компенсацию обоснованно понесенных текущих и капитальных затрат, возвратность заемных средств, направляемых на модернизацию и реновацию энергокомпаний, и необходимую рентабельность, изменение приоритетов в ценовой политике;
- введение государственного регулирования тарифов на передачу энергии и платы за общесистемные услуги, которые осуществляются в монопольных условиях;
- реализация политики по повышению инвестиционной привлекательности, связанной с изменением налогового режима;
- обеспечение недискриминационного доступа к сети для всех участников рынка электроэнергетики;

- создание условий, гарантирующих возможность включения в рынки электроэнергии и услуг новых участников;
- проведение эффективной экспортной политики с постепенной либерализацией внешнеэкономической деятельности;
- снятие технологических барьеров и создание организационных и правовых условий для равноправного вхождения на зарубежные рынки электроэнергии;
- проведение научной и технической политики, направленной на обновление технологий и оборудования на современной технологической основе, стимулирование инновационного процесса;
- разработка и создание системы адресной социальной защиты неплатежеспособных потребителей, не искажающей рыночных сигналов.

Основным результатом реструктуризации РАО «ЕЭС России» станет преобразование РАО в холдинг, включающий в себя совокупность эффективных предприятий, способных обеспечивать возрастающие потребности России в электроэнергии и приносить надлежащий доход своим инвесторам и акционерам.

В случае возникновения эффективных, рыночных энергокомпаний можно рассчитывать на существенное привлечение негосударственных инвестиций. Приток инвестиций, в свою очередь, обеспечит интересы акционеров РАО «ЕЭС России» и его дочерних обществ, т.к. увеличит привлекательность акций компании и поднимет их курсовую стоимость.

Достичь эффективности без изменения структуры холдинга не представляется возможным, поскольку любые усилия изнутри компании по изменению системы управления будут вступать в конфликт с внешними, гораздо более сильными стимулами, такими, например, как

затратный метод хозяйствования. Одновременно с этим, наличие вертикально интегрированных региональных компаний является мощнейшим стимулом для региональных властей по продолжению политики перекрестного субсидирования. В таких условиях возникает, во-первых, объективное внутреннее сопротивление системы к внедрению противозатратных механизмов, а, во-вторых, инвесторы продолжают оценивать РАО «ЕЭС России», исходя не из его стоимости бизнеса, а исходя из физической стоимости устаревающих активов.

Таким образом, можно выделить основные задачи проводимой реформы:

- 1) привлечение инвестиций в отрасль
- 2) создание конкурентного рынка электроэнергии (производители электроэнергии должны конкурировать между собой). При этом тарифы должны регулироваться только на самую дешевую электроэнергию – некоторые ГЭС и АЭС. При этом планируется создать 10 генерирующих компаний, каждая из которых будет объединять от 4 до 8 электростанций, объединенных по экстерриториальному принципу. Указанные электростанции будут выделяться из региональных АО-энерго.
- 3) выделение естественной монополии из всего электроэнергетического хозяйства – магистральных мощностей по транспортировке электроэнергии (ОАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы», создана в июне 2002г., к ней на баланс должны перейти все магистральные сети)
- 4) выделение из имущественного комплекса региональных АО-энерго сбытовых компаний, которые также будут конкурировать друг с другом.

Необходимо отметить, что в ходе проведения реформы также достигается другая важная задача, а именно, - элементарное наведение порядка в отрасли. За последние несколько лет финансовое состояние многих АО-энерго значительно улучшилось:

- 1) уменьшаются суммы дебиторской и кредиторской задолженности, в т.ч. просроченной (во многом за счет погашения задолженности перед поставщиками угля и мазута)
- 2) погашаются убытки прошлых лет
- 3) увеличивается доля денежной составляющей в структуре расчетов
- 4) многие АО-энерго закончили 2002г. с положительным финансовым результатом.
- 5) Увеличивается объем кредитования коммерческими банками предприятий электроэнергетики, что, несомненно, является позитивным моментом для отрасли, поскольку привлечение дополнительных оборотных средств для предприятий, подверженных сезонному фактору жизненно необходимо в периоды сезонных спадов. Это позволяет своевременно и в полном объеме проводить расчеты с поставщиками, что оказывает позитивное влияние на экономику большинства регионов, да и всю экономику страны в целом.

Учитывая, что стратегической задачей реструктуризации является создание условий для привлечения инвестиций в электроэнергетику, необходимо в ходе проведения реформы использовать методы, гарантирующие соблюдение законных прав всех акционеров и обеспечивающих справедливость операций с активами энергокомпаний.

Далее, необходимо более подробно описать участников создаваемого рынка электроэнергии.

**Поставщиками на рынке электроэнергии будут являться:**

- генерирующие компании, независимо от форм собственности, не совмещающие производство и транспортировку электроэнергии и обеспечивающие коммерческий учет отпускаемой электроэнергии. Генерирующие компании будут создаваться как в процессе

реструктуризации РАО «ЕЭС России», так и независимыми производителями энергии, в первую очередь концерном Росэнергоатом<sup>1</sup>;

- независимые коммерческие компании, выступающие в качестве агентов генерирующих компаний;
- коммерческие компании, осуществляющие закупку электроэнергии с целью ее последующей перепродажи.

Как уже упоминалось выше, РАО «ЕЭС России» разработан план, предусматривающий создание 10 генерирующих компаний на базе тепловых и гидравлических электростанций, принадлежащих РАО и его дочерним компаниям. План предусматривает создание шести компаний на базе тепловых станций, трех – на базе гидравлических станций и одной – на базе Загорской гидроаккумулирующей станции. Предполагается, что гидравлические компании будут объединять станции, находящиеся в одном регионе или в едином каскаде. Для тепловых компаний будет применен другой критерий. Они должны включать станции, работающие на разных видах топлива, иметь схожую возрастную структуру основных фондов и обладать примерно одинаковой установленной мощностью (6-8 ГВт). Это необходимо для того, чтобы ни одна компания не обладала конкурентным преимуществом. А чтобы исключить доминирование какой-либо компании на локальном рынке, каждая будет объединять станции из разных регионов. Предполагается, что гидроэлектростанции, у которых очень низкая себестоимость, не будут конкурировать на рынке, а будут обеспечивать поставки в период пиковой нагрузки по регулируемым ценам.

Вернемся к описанию субъектов конкурентного рынка электроэнергии. Покупателями на конкурентном рынке могут являться организации, отвечающие ограничению по минимальной потребляемой мощности,

---

<sup>1</sup> Концерн «Росэнергоатом» не входит в холдинг РАО «ЕЭС России»

установленному в качестве условия доступа к рынку, и требованиям по обеспечению коммерческого учета электроэнергии, в том числе:

- конечные потребители электроэнергии;
- независимые коммерческие структуры (сбытовые компании), осуществляющие покупку электроэнергии с целью ее дальнейшей перепродажи;
- распределительные компании (в том числе муниципальные), владеющие распределительными сетями и приобретающие электроэнергию для поставки ее потребителям, присоединенным к их сетям, при условии разделения бизнесов по транспортировке и сбыту электроэнергии.

Далее, представляется необходимым кратко описать будущую инфраструктуру рынка, как его системообразующую часть.

Инфраструктура рынка включает технологическую и коммерческую инфраструктуры рынка.

Технологическая инфраструктура рынка включает:

- системообразующие сети электропередачи;
- систему оперативно-диспетчерского управления;
- устройства учета системообразующей сети, системы связи и телемеханики;
- распределительные сети и системы учета потребленной электроэнергии.

Коммерческая инфраструктура рынка включает:

- организованные торговые площадки;
- систему расчетов;
- систему гарантий участников рынка от возможного неисполнения обязательств другими участниками рынка.

Инфраструктура рынка будет поддерживаться:

- в части обеспечения режимов работы и поддержания надежности и качества электроэнергии – системным оператором рынка;
- в части обеспечения торгов электроэнергией и расчетов за нее – администраторами торговых систем;
- в части обеспечения присоединения к сети и передачи электроэнергии – Федеральной сетевой компанией и распределительными сетевыми компаниями, создаваемыми на базе АО-энерго. При этом Федеральная сетевая компания будет являться монополистом и находиться под контролем государства (можно провести аналогию с компанией «Транснефть»).

Далее, необходимо описать методы транспортировки электроэнергии и диспетчеризации этого процесса.

РАО «ЕЭС России» создало дочерние компании – Федеральную сетевую компанию и системный оператор, которые обеспечивают функционирование и развитие технологической инфраструктуры оптового рынка электроэнергии<sup>1</sup>.

Некоммерческое партнерство «Администратор торговой системы оптового рынка электроэнергии» (НП «АТС»)<sup>1</sup>. Учредителями НП «АТС» выступили 28 компаний, половина из которых представлена РАО «ЕЭС России» и аффилированными с ними структурами. От энергохолдинга со стороны поставщиков вошли: ОАО «Костромская ГРЭС», ОАО «Ставропольская ГРЭС», ОАО «Рязанская ГРЭС», ОАО «Конаковская ГРЭС», ОАО «Пермская ГРЭС», ОАО «Волжская ГЭС», ОАО «Саяно-шуненская ГЭС», ОАО «Тюменьэнерго», ОАО «Оренбургэнерго» и РАО «ЕЭС России». Со стороны покупателей – ОАО «Самараэнерго», ОАО «Нижновэнерго», ОАО «Челябэнерго», ОАО «Омскэнерго». Также в состав АТС вошли: РусАл, СИБУР, Евразхолдинг, Татэнерго,

---

<sup>1</sup> Ст. 9 ФЗ «Об электроэнергетике»

<sup>1</sup> Реформа энергетики России//www.ermak.ru



Суалхолдинг, Смоленская АЭС, РЭК-Энергосбыт, ЮКОС, Росэнергоатом, Иркутскэнерго, Северсталь, «Дизаж М», «Энергопромышленная компания» и «Благодар».

Выделение сетевого бизнеса и системного оператора в отдельные компании позволит задействовать целый спектр инвестиционных механизмов, в т.ч.:

1) финансирование развития технологической инфраструктуры за счет инвестиционной составляющей в тарифах на услуги этих компаний. Решение о включении подобного проекта в состав инвестиционной составляющей тарифа должно приниматься на федеральном уровне соответствующим регулирующим органом.

При этом возможно два различных решения:

- проект признается проектом федерального значения, и стоимость его финансирования включается в тариф для всех потребителей электроэнергии страны;
- проект признается проектом регионального значения, и стоимость его финансирования включается только в тариф потребителей, расположенных в соответствующих регионах;

2) финансирование развития сети на долевой основе за счет средств конкретной группы потребителей, поставщиков электроэнергии или инвесторов. В этом случае строительство новых участков сети может производиться за счет привлеченных средств, с распределением доходов между инвесторами. Подобный механизм финансирования должен использоваться избирательно для осуществления конкретных проектов развития сети на тех направлениях, на которых существует лишь ограниченный круг заинтересованных сторон. Успех привлечения инвестиций в подобные проекты будет существенно зависеть от обеспечения прозрачности транспортных услуг и системы их регулирования.

Возвращаясь к описанию Федеральной сетевой компании, необходимо отметить, что в настоящее время 100% акций компаний принадлежат РАО «ЕЭС России», однако уже через два года государство будет владеть 52% акций компании. В настоящее время происходит формирование имущественного комплекса компании следующим образом: РАО «ЕЭС России» в счет оплаты акций вносит в УК компании имущество (магистральные сети). Имущество, вносимое в УК компании в счет оплаты акций (магистральные сети), ранее принадлежало региональным АО-энерго». В большинстве случаев РАО «ЕЭС России» обменивает это имущество на свои акции или выкупает его. Необходимо отметить, что магистральные сети составляют от 1 до 3% балансовой стоимости региональных АО-энерго, поэтому данный процесс происходит безболезненно для миноритарных акционеров АО-энерго. Также необходимо отметить, что помимо магистральных сетей у АО-энерго имеются также и сети регионального и местного значения, причем совокупная протяженность сетей регионального и местного значения во много раз превышает протяженность магистральных сетей федерального значения. Однако объемы транспортировки электроэнергии по магистральным сетям намного превышают аналогичные показатели сетей регионального и местного значения. Это обусловлено тем, что рабочее напряжение магистральных сетей (до 500 кВ) в десятки и сотни раз превышает напряжение региональных и местных сетей.

Сети регионального и местного значения войдут в состав региональных сбытовых компаний, которые будут конкурировать друг с другом.

В ходе реструктуризации сбытовой деятельности будут созданы условия для конкуренции в сфере сбыта электроэнергии.

Для обеспечения поставок электроэнергии с оптового рынка крупным потребителям РАО «ЕЭС России» создаст стопроцентную дочернюю сбытовую компанию, которая будет работать в условиях равной конкуренции со сбытовыми структурами, создаваемыми другими

участниками рынка (например, крупными потребителями, поставщиками топлива). Особое внимание должно быть уделено созданию равных условий конкуренции и предоставлению недискриминационных условий доступа на оптовый рынок предприятиям коммунальной энергетики. При этом требование по обособлению бизнесов транспортировки и сбыта электроэнергии должно быть обязательным для всех участников рынка.

С целью создания условий для конкуренции среди сбытовых компаний деятельность региональных распределительных компаний по передаче электроэнергии и обслуживанию сетей будет отделена от их сбытовой деятельности. Из состава АО-энерго будут выделены региональные сбытовые компании. Формирование региональных сбытовых компаний в зависимости от емкости и привлекательности рынка может проводиться как путем создания новых компаний с сохранением структуры капитала, так и путем создания дочерних сбытовых компаний. Во втором случае распределительная компания будет являться, по существу, холдингом, объединяющим транспортную и сбытовую функции, а потому обладающую большей инвестиционной привлекательностью. Пакетами акций региональных сбытовых компаний будут управлять соответствующие распределительные компании. В случае создания сбытовых компаний с сохранением структуры капитала РАО «ЕЭС России» окажет содействие созданию крупных межрегиональных сбытовых компаний, способных обеспечить необходимую финансовую стабильность и инвестиционную привлекательность.

Региональные сбытовые компании будут выполнять роль «гарантирующих поставщиков», обязанных обслуживать любого обратившегося потребителя, находящегося на данной территории, при условии выполнения им технических стандартов подключения к сети и условий оплаты предоставляемых услуг. В перспективе, по мере развития конкуренции в сбытовой деятельности, возможен переход к системе, в

которой статус «гарантирующего» поставщика может продаваться на тендерной основе независимым сбытовым структурам.

Однако существует ряд ограничений на формирование конкуренции в сбытовой деятельности:

- низкий платежеспособный спрос на электроэнергию, не обеспечивающий окупаемость инвестиций в развитие новых технологий сбыта и обеспечение отдельного подключения потребителей;
- отсутствие свободного доступа к распределительным сетям для сбытовых компаний.

### **3.2. Механизм проведения реструктуризации предприятий российской электроэнергетики с использованием механизмов фондового рынка**

Далее, необходимо уделить внимание, собственно, механизму реструктуризации электроэнергетики России с использованием механизмов рынка ценных бумаг. Из представленного выше описания концепции реформы становится понятно, что в ближайшее время будут созданы 10 оптовых генерирующих компаний за счет проведения операций слияний и поглощений региональных АО-энерго, из которых предварительно будут выведены активы, связанные с транспортировкой электроэнергии и диспетчизации этого процесса. Проведение операций враждебных поглощений представляется маловероятным, поскольку РАО «ЕЭС России» является, как правило, крупнейшим акционером региональных АО-энерго, кроме того, принимается пакет законов, которые определяют концепцию проводимой реформы, и РАО «ЕЭС России» уже не может изменить ход проведения реформы. Одним из базовых принципов реформы является сохранение структуры капитала во вновь создаваемых компаниях.<sup>1</sup> В принципе, может возникнуть проблема

---

<sup>1</sup> Просьянкин Д. Реструктуризация РАО «ЕЭС России» - источник создания стоимости?//РЦБ, 2003г., №7.

с изменением структуры активов создаваемых компаний, поскольку «генерирующие» активы (электростанции), несомненно, более привлекательны для инвесторов, чем «транспортирующие» (сети). Эта проблема частично решается за счет того, что РАО «ЕЭС России», Федеральная сетевая компания и государство выкупают часть сетевых активов у предприятий электроэнергетики, таким образом, структура активов последних улучшается.

Необходимо отметить, что информация о том, каким образом именно, используются инструменты рынка ценных бумаг в ходе проведения реформы в настоящее время недоступна ввиду того, что реформа акционерного капитала еще не началась. Пока относительно доступной является информация только о формировании имущественного комплекса ОАО «ФСК ЕЭС». Как упоминалось выше, РАО «ЕЭС России», как правило, осуществляет выкуп магистральных сетей у дочерних АО-энерго или обменивает их на свои акции, впоследствии магистральные сети вносятся в УК Федеральной сетевой компании в счет оплаты акций. Более подробную информацию пока получить не представляется возможным, однако отсутствие информации о скандалах с акционерами региональных АО – энерго позволяет сделать вывод, что пока процесс проходит гладко.

Можно сделать вывод, что генерирующий бизнес представляется более привлекательным для инвесторов, чем сбытовой. Причина этого явления кроется в структуре доходов. Если генерирующие компании получают основной доход от производства электроэнергии и соответственно инвестор может сравнительно легко оценить эффективность бизнеса, просчитать перспективы развития, то в сбытовой деятельности структура доходов очень туманна и непредсказуема: все зависит от огромного числа переменных, таких как платежеспособность потребителей, темпы роста экономики в целом, и многих других.

Как указывалось выше, в процессе реформирования российской электроэнергетики согласно плану реструктуризации будут созданы 10

крупнейших генерирующих компаний, из них 6 объединят в себе наиболее крупные ГРЭС России и 4 компании будут созданы на основе ГЭС. Генерирующие компании получают возможность самостоятельно устанавливать отпускные тарифы лишь в отдаленном будущем. Скорее всего, ГЭС в обозримом будущем не будут допущены на конкурентный рынок электроэнергии, т.к., благодаря низкой себестоимости производства электроэнергии на ГЭС, это приведет к непредсказуемым последствиям в плане финансового положения других энергетических компаний. Да и государство не готово к ликвидации своей доли в уставном капитале ГЭС: затраты на постройку таких объектов составляли сотни миллионов долларов, а продажная рыночная цена ГЭС в настоящее время будет существенно меньше. Поэтому можно предположить, что для инвесторов в настоящее время гидроэлектростанции неинтересны.

Можно предположить, что именно акции генерирующих компаний на основе ГРЭС, расположенных в разных регионах России, станут заменой сверхликвидному рынку акций РАО «ЕЭС России».

Интересным моментом является оценка капитализации будущих генерирующих компаний. Из всех ГРЭС, которые в течение ближайшего года составят основу крупнейших оптовых компаний, акции только 5 находятся в свободном обращении на рынке. Остальные либо вовсе не являются отдельными АО, либо 100% их акций принадлежат государству в лице РАО «ЕЭС России».<sup>1</sup> Все финансовые показатели генерирующих станций в настоящее время искажаются. Это происходит из-за существующей системы ценообразования – на основе себестоимости производства (во многих регионах тарифы не обеспечивают формирование доходов, адекватных текущей себестоимости производства электро – и теплоэнергии). Компаниям в борьбе за установление более высоких отпускных тарифов выгодно завышать собственную

---

<sup>1</sup> Денис Матафонов, Георгий Иванин. Реформа в электроэнергетике. Оценка стоимости генерирующих активов. «Рынок ценных бумаг» № 10, 2002г.

себестоимость и скрывать прибыль. Сейчас объем производства той или иной станции определяется отнюдь не эффективностью самого производства, а целями поддержания всех энергетических компаний на одном уровне рентабельности. А мощные ГРЭС практически не могут увеличить объем производства, несмотря на то, что потребителей, готовых приобретать более дешевую энергию с этих станций, достаточно. В будущем, когда энергокомпании станут действовать в условиях конкурентного рынка, мы увидим резкий рост эффективности станций благодаря тому, что они выведут «из тени» реальную рентабельность производства. Для оценки капитализации можно применять разные методы:

1) **Сравнение с отраслью в целом.** Суть этого метода – сравнение с компаниями отрасли по коэффициенту «МСАР/мощность»<sup>2</sup>.

Для более точной оценки можно обратиться к расчету стоимости мегаватта установленной мощности по разным регионам см. нижеприведенную таблицу (Таблица №5).

**Таблица № 5**

Расчет стоимости мегаватта установленной мощности по разным регионам

Регион	Коэффициент «МСАР/мощность» в тыс. долл.
Кавказ	54
Центр	46
Северо-Запад	44
Волга	40

<sup>2</sup> МСАР – текущая рыночная капитализация.

Урал	38
Сибирь	28
Дальний Восток	17

Источник: Денис Матафонов, Георгий Иванин. Реформа в электроэнергетике. Оценка стоимости генерирующих активов. // Рынок ценных бумаг, 2002г., №10.

Как видно из таблицы, дешевле всего мощности стоят на Дальнем Востоке, дороже всего – на Северном Кавказе. Это вызвано рядом факторов, таких как платежеспособность потребителей и энергонасыщенность региона. На Северном Кавказе мало мощностей, соответственно и цена на них выше. Таким образом, можно учесть региональную диверсификацию мощностей генерирующих компаний при оценке капитализации. Стоимость каждой электростанции будет зависеть не только от того, в каком регионе находится само предприятие, но и от распределения других предприятий холдинга по регионам. В результате, помимо капитализации генерирующих компаний, можно провести анализ капитализации пяти ГРЭС, акции которых сейчас находятся в свободном обращении (см. таблицу № 6). Как видно из данной таблицы, акции Черепетской ГРЭС согласно данному методу имеют наибольший потенциал роста – более 180%. Использованный подход не учитывает изменения в секторе, которые принесет либерализация тарифов, намеченная на 2004-2005 г.г. Полученные оценки стоимости генерирующих компаний показывают «стартовую», предреформенную стоимость предприятий (см. таблицу № 6).

**2) Модель дисконтированных денежных потоков.** Для учета изменений, создаваемых либерализацией тарифов, можно обратиться к модели дисконтированных денежных потоков (DCF). Согласно плану реструктуризации отрасли независимые генерирующие компании получат возможность устанавливать тарифы на свою продукцию лишь к 2004-2005 г.г. Поэтому все расчеты приведены к началу 2004г.



Для расчета годовой выручки станций была использована следующая формула:

$$\text{Выручка} = \text{установленная мощность} \\ (\text{KВт}) * \text{загруженность}(\%) * \text{количество часов} * \text{тарифов}(\text{долл./KВт*ч}).$$

По оценочным данным, реальное количество часов рабочего времени на электростанциях составляет в среднем 7100 в год. Для более полного исследования региональных различий оценивалась текущая средняя загруженность энергогенерирующих мощностей в регионе, в котором находится та или иная электростанция. В среднем по России этот показатель составляет сейчас 41%. Наибольшей показатель загруженности наблюдается в ОЭС Кавказа, что связано с недостатком генерирующих мощностей в регионе. Прогноз динамики загруженности на период до 2007г. был сделан на основе макроэкономических исследований, согласно которым для роста ВВП на 1% рост выпуска электроэнергии должен увеличиваться в среднем на 2%. Для оценки роста ВВП был взят прогнозный показатель 4,5% в год. Поскольку оценить первоначальный уровень конкурентных цен на рынке очень сложно, были рассмотрены несколько сценариев стоимости электроэнергии: от 0,016 долл. до 0,03 долл. за КВт\*ч. В то же время было сделано допущение, что при определении цены продажи электроэнергии компании будут отталкиваться от чистой рентабельности в 15%. Сейчас этот показатель для ГРЭС составляет 8-10%, при том, что компании стремятся завышать свою себестоимость. Для вычисления дисконтированных денежных потоков ставка доходности была взята на уровне 20%. Такая высокая ставка была использована в связи с высоким страновым риском и отсутствием какой-либо кредитной истории. На первый взгляд, полученный разброс капитализации компаний кажется значительным, однако это соответствует исследуемому диапазону тарифов – 0,016 – 0,03 долл./КВт\*ч.(см. Таблицу № 6).

В целом, большинство экспертов соглашается, что либерализация рынка электроэнергии приведет к незначительному росту тарифов.

**Таблица №6**

Расчет капитализации генерирующих компаний

Метод	На основе сравнения с компаниями отрасли	DCF
Временной горизонт	2003г.	2004г.
Параметры модели	На основе коэффициента «МСАР/мощность»	Ставка дисконтирования 20% Рентабельность 15%
	Капитализация, млн. долл.	
1-я ГК	319	734
2-я ГК	319	678
3-я ГК	302	617
4-я ГК	273	651
5-я ГК	321	677
6-я ГК	357	670
Черепетская ГРЭС (CRGR)	51 (+188%)	106 (+502%)
Костромская ГРЭС (KOSG)	129 (-15%)	269 (+502%)
Ставропольская ГРЭС (STGS)	88 (-12%)	192 (+92%)
Конаковская ГРЭС (KOGS)	88 (+21%)	179 (+146%)
Печорская ГРЭС (PEGS)	38 (+71%)	70 (+215%)

Таким образом, можно сделать вывод, что в дальнейшем капитализация и курсовая стоимость акций энергокомпаний будут расти. Основная причина этого явления – текущая недоценка стоимости энергокомпаний.

Рост их стоимости возможен по следующим причинам:

1) Устранение энергии, которую создают определенные активы энергокомпаний. Сегодня содержать некоторые объекты слишком дорого, они убыточны и обеспечивают лишь деятельность конкретного предприятия, которое обычно и субсидирует убыточного поставщика энергии. Многие объекты настолько изношены, что вкладывание инвестиций в их реконструкцию бессмысленно. В этой ситуации гораздо логичнее провести дивестицию, чем пытаться реконструировать эти активы.

2) Раскрытие истинной стоимости активов подразделений компании при проведении расщепления компаний. В настоящий момент региональные энергокомпании имеют сильно дифференцированный бизнес с большим количеством вспомогательных структур (10-15), отслеживать деятельность каждой из которых у аналитиков нет возможности. Выделение каждого из этих бизнесов поможет привлечь внимание аналитиков к активам этого подразделения и исправить неверную оценку его стоимости. Как было указано выше, при оценке стоимости акций компаний электроэнергетики аналитики в основном ориентируются на стоимость генерирующих мощностей.<sup>1</sup> При этом гораздо меньшее внимание уделяется сетевому бизнесу. Несмотря на то, что здесь сохранится государственное регулирование, это будет очень устойчивый бизнес, хотя и с небольшой нормой прибыли. И практически ни кто не учитывает стоимость такого бизнеса, как продажа энергии, хотя сбытовые компании будут оперировать значительными финансовыми потоками по

---

<sup>1</sup> Матафонов Д., Иванин Г. Реформа в электроэнергетике. Оценка стоимости генерирующих активов// Рынок ценных бумаг., 2002. №10.

сравнению с очень небольшими затратами на их создание (по некоторым оценкам соотношение составит от 1/100 до 1/1000).<sup>2</sup>

3) Обеспечение привлечения инвестиций в наиболее привлекательные для инвесторов объекты инвестирования. В настоящее время в составе многих АО-энерго есть очень привлекательные для инвесторов объекты инвестирования (в основном генерирующие станции), однако они отказываются от приобретения акций «материнской» компании в связи с тем, что ее бизнес имеет худшие перспективы роста. Активизация данных активов даст инвесторам гарантию привлечения их вложений именно в это подразделение.

4) Устранение неэффективности управления менеджерами сильно дифференцированным бизнесом. Уже упоминалось, что в настоящий момент региональные компании имеют большое количество вспомогательных подразделений и при подобной неоднородной структуре даже сильные команды менеджеров могут оказаться не способными одинаково эффективно управлять всеми ее частями. Также необходимо отметить, что большинство руководителей энергосистем в прошлом – технические сотрудники, которые в своей нынешней работе сосредотачивают основное внимание на развитии основного бизнеса – генерации и распределении, уделяя незначительное внимание всем остальным. Проведение выделений позволит решать разносторонние проблемы и использовать уникальные возможности каждого из подразделений компании.<sup>1</sup>

5) Усиление контроля за деятельностью менеджмента. В связи с большим количеством структурных подразделений АО-энерго система управления оказывается сложной и запутанной. Проведение реструктуризации позволит усилить корпоративный контроль за деятельностью всех подразделений и выстроить схему оплаты только по финансовым

---

<sup>2</sup> Уинвинг Д., Длугий Я. Электроэнергетика. Хорошие активы по невысокой цене// Финансист. 2002. №6.

<sup>1</sup> Просянкин Д. Реструктуризация РАО «ЕЭС России» - источник создания стоимости?//Рынок ценных бумаг, 2003г., №7.

результатам выделенного подразделения. В настоящий момент подавляющее большинство инвесторов готовы платить дополнительную премию за компании с хорошим корпоративным управлением, размер которой различается в зависимости от страны и региона. По оценкам компании McKinsey<sup>2</sup>, в России эта премия составляет 38%.

На основании вышеизложенного можно сделать некоторые выводы.

-Успех реформы РАО «ЕЭС России» зависит в первую очередь от того, будут ли приватизированы и проданы стратегическим инвесторам крупные генерирующие станции федерального значения.

-Эффективность работы генерирующих компаний и, как следствие, рост их капитализации в значительной степени будут определяться степенью либерализации тарифов в отрасли.

-По самой консервативной оценке, капитализация новых генерирующих компаний должна составить в среднем 670-740 млн. долл. По сравнению с текущей капитализацией ГРЭС и ГЭС, из которых будут образованы эти компании, капитализация должна вырасти более чем в 2 раза.

-В результате проведенного анализа удалось получить оценку справедливой цены акций и потенциал роста стоимости для некоторых из ГРЭС, акции которых котируются на биржевом рынке. Согласно полученным результатам, наибольший потенциал роста имеют акции Черепетской ГРЭС. Только текущая недооценка составляет 188%, а в результате создания новой генерирующей компании к 2004г. акции Черепетской ГРЭС могут вырасти на 400-500%.

Капитализация остальных ГРЭС имеет более скромные потенциалы роста: текущая недооценка рынком сохраняется у Печорской (+71%) и Конаковской ГРЭС (+21%), а в результате вхождения в состав новых

---

<sup>2</sup> Глобальный опрос инвесторов по корпоративному управлению. McKinsey, 2002.

генерирующих компаний их капитализация может вырасти на 215 и 146% соответственно.

Костромская и Ставропольская ГРЭС уже несколько переоценены рынком, и рост их котировок возможен только в долгосрочной перспективе. При этом в настоящее время потенциал роста их капитализации составляет 70-90%.

### **Заключение**

Реформа электроэнергетики, будет способствовать улучшению финансового положения отрасли в целом и укреплению финансовой устойчивости энергокомпаний. Необходимость проведения реформы обуславливается плачевным финансовым положением большинства энергокомпаний в 1998-2001г.г., которое, в первую очередь, было вызвано внешними и внутренними факторами. К числу внешних можно отнести тотальные неплатежи потребителей за поставленную электро- и теплоэнергию, а также низкие уровни тарифов, которые не обеспечивали покрытие даже текущих издержек энергокомпаний, и как следствие - убытки энергокомпаний, неплатежи поставщикам топлива, большое количество судебных исков к энергокомпаниям, задолженность энергокомпаний по уплате налогов и сборов в бюджет и внебюджетные фонды. В 2001г. многие предприятия отрасли проходили процедуру банкротства. Необходимо отметить, что к настоящему моменту проблема неплатежей практически полностью решена, происходит погашение накопленной дебиторской и кредиторской задолженности прошлых периодов, просроченная задолженность практически полностью реструктуризирована. Немаловажно, что повысилась доля собираемости платежей «живыми деньгами», и в настоящее время этот показатель приближается к 100%. Однако проблема низких тарифов продолжает оставаться актуальной.

К числу внутренних факторов можно отнести структурный кризис отрасли: низкую эффективность производства электроэнергии, низкую эффективность управления, изношенность основных фондов и др.

Можно предположить, что проблему низких тарифов можно во многом решить за счет повышения эффективности производства. Как известно, одним из главных рычагов повышения эффективности производства является наличие конкуренции. В ходе проведения реформы генерирующие мощности будут отделены от транспортной и сбытовой составляющей. Предполагается, что генерирующие компании будут конкурировать между собой. Это позволит повысить эффективность производства, а следовательно – снизить издержки. Точно также, из-за наличия конкуренции, генерирующие компании будут стремиться снизить издержки. Поэтому есть основания предполагать, что в результате проведения реформы конечные тарифы для потребителей увеличатся (за счет отказа от государственного регулирования тарифов) незначительно, а в дальнейшем – возможно уменьшатся. Вместе с тем, это позволит энергокомпаниям изыскивать средства для восполнения выбывающих основных фондов.

Необходимо отметить, что вопрос конкретных механизмов фондового рынка, которые будут использованы для проведения реструктуризации предприятий электроэнергетики, остается открытым.

Очевидно, что на конечном этапе реструктуризация будет проводиться за счет проведения слияний ГРЭС и ГЭС, расположенных в разных регионах, в оптовые генерирующие компании. В качестве классических мотивов слияний и поглощений к реструктуризации предприятий электроэнергетики имеют отношение такие, как: достижение операционной синергии, возможность использования избыточных ресурсов, устранение неэффективности.

В зависимости от используемых критериев классификации операции слияния и

поглощения, проводимые в ходе реструктуризации предприятий российской электроэнергетики, можно отнести к следующим группам:

- 1) По критерию характера объединения - полные поглощения.
- 2) По критерию формы проведения поглощения - дружественные поглощения.
- 3) По критерию сферы деятельности участников поглощения - горизонтальные поглощения (происходит объединение компаний) занятых в одной сфере бизнеса).

Что касается методов проведения слияния в ходе реструктуризации предприятий электроэнергетики, то, вероятно, будут использованы следующие:

- 1) тендерное предложение
- 2) скупка акций на фондовом рынке (возможность использования данного метода ограничена, т.к. акции большинства ГРЭС не обращаются на фондовом рынке.

Однако необходимо отметить, что механизм слияний не будет использоваться при реформировании сетевого хозяйства отрасли. Магистральные сети, которые в ближайшее время сформируют имущественный комплекс ОАО «ФСК ЕЭС» выкупаются РАО «ЕЭС России» у региональных АО-энерго как имущество, но не как самостоятельные юридические лица. В дальнейшем это имущество передается на баланс ОАО «ФСК ЕЭС» путем вноса в УК (оплата акций).

Поэтому данная операция не имеет отношения к операциям слияния и поглощения, но в данном случае, тем не менее, находят применение инструменты фондового рынка (акции как право собственности на долю имущественного комплекса компании). Точно такой же механизм используется при формировании имущественного комплекса НП «АТС».

Реформа также затронет систему сбыта электроэнергии. Предполагается создание сбытовых компаний, которые будут конкурировать между собой. Однако использование в данном случае операций слияния и поглощения представляется маловероятным. Вновь созданные сбытовые компании, очевидно, будут выкупать у энергокомпаний часть региональных сетей и необходимую для сбыта электроэнергии инфраструктуру.

Проблема реструктуризации предприятий электроэнергетики является



чрезвычайно актуальной в настоящее время. Важные функции в этом процессе будут выполнять механизмы фондового рынка.

Необходимо отметить, что данная тематика не находит комплексного отражения в периодических изданиях и научных работах, поэтому представляется чрезвычайно важным проведение исследований данной проблемы в дальнейшем с целью разработки теоретической и методологической базы проведения реформирования электроэнергетических отраслей России и других стран.

### **Список литературы**

- 1) Гражданский кодекс РФ (часть вторая) от 22.12.96 № 14-ФЗ, 110-ФЗ
- 2) Федеральный Закон «Об акционерных обществах» от 26.12.95 № 208-ФЗ
- 3) Федеральный Закон «Об электроэнергетике» от 26.03.2003 № 35-ФЗ
- 4) Указ Президента РФ «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» от 16.11.92 № 1392
- 5) Бриггем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. // Перевод с англ. под ред. Ковалева В.В. - С-Пб.: Экономическая школа, 1997, стр. 21
- 6) Брэйли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов // М: Олимп-бизнес, 1997г.

- 7) Джафаров Д. Операции поглощения акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика/Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001г.
- 8) Глобальный опрос инвесторов по корпоративному управлению. McKinsey, 2002.
- 9) Леонов Р. Иностраный прецедент//Рынок ценных бумаг, 2000г., №24.
- 10) Леонов Р. Способы защиты от враждебных захватов в России//Управление компанией, 2001г., №1
- 11) Матафонов Д., Иванин Г. Реформа в электроэнергетике. Оценка стоимости генерирующих активов.// Рынок ценных бумаг, 2002г., №10.
- 12) Просянкин Д. Реструктуризация РАО «ЕЭС России» - источник создания стоимости//Рынок ценных бумаг, 2003г., №7.
- 13) Свирщевская А., Аккерман Ш. Слияния и поглощения как корпоративная стратегия//Рынок ценных бумаг, 1998г., №6.
- 14) Тутушкин А., Лысова Т. Со второй попытки «Юкос» поглощает «Сибнефть»//Ведомости, 23.04.03, №71.
- 15) Уинвинг Д., Длугий Я. Электроэнергетика. Хорошие активы по невысокой цене// Финансист. 2002. №6.
- 16) Чубайс А. Председатель Правления РАО «ЕЭС России». Выступление на 4-й международной российско-американской конференции по экономической ситуации и инвестиционному климату в Российской Федерации.
- 17) Шарп У., Александр Г., Бейли Д.//Инвестиции.- М.: ИНФРА-М, 1997
- 18) Эксперт, 1999, 15, стр.23
- 19) Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm//Journal of Political Economy//1988, 04.80.
- 20) Mergestat Review, 2002, p.79
- 21) Palepu K. Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis // Journal of Accounting and Economics. p. 69-75 , March. 1986.
- 22) Концепция реструктуризации РАО «ЕЭС России»//[www.rao-ees.ru/ru/reforming](http://www.rao-ees.ru/ru/reforming)
- 23) Молотников А.// Директор info ([www.director-info.ru](http://www.director-info.ru)), 2001г., №14.
- 24) Реформа энергетики России//[www.ermak.ru](http://www.ermak.ru)
- 25) Слияния и поглощения: западный опыт и актуальность вопроса для России.//[www.findirector.ru](http://www.findirector.ru)



# **ПРИЛОЖЕНИЯ**