

Ключевые слова:

слияния и поглощения,
уровень корпоративного контроля,
мотивы компаний-покупателей,
мотивы компаний-продавцов

М. М. Мусатова, к. э. н.,
доц., науч. сотр. Института экономики
и организации промышленного производства
Сибирского отделения РАН (г. Новосибирск)
(e-mail: maria.musatova@gmail.com)

Оценка параметров корпоративного контроля в российских интеграционных сделках

Интеграционные процессы в российской экономике — одно из основных проявлений рыночной конкуренции. Именно они обеспечивают передачу прав собственности экономическим субъектам, реализующим более эффективную стратегию развития, изменяя структуру параметров корпоративного контроля. В связи с этим для принятия обоснованных стратегических решений по консолидации бизнеса путем слияний и поглощений (Mergers and Acquisitions — M&A) важно представлять сложившуюся архитектуру рынка корпоративного контроля, его существенные характеристики и тенденции.

В условиях формирования конкурентных рынков интеграционные процессы, направленные на увеличение масштабов бизнеса и его доли на рынке, становятся важным фактором повышения финансовой устойчивости и конкурентоспособности. Объединение связанных друг с другом или работающих на одном рынке компаний позволяет уменьшать издержки производства и транзакций. Отдельное, независимое предприятие перестало быть доминирующей формой бизнеса, взамен широко распространились разнообразные интегрированные структуры. Конечная цель интеграции, безусловно, — быстрое становление новой сильной компании-лидера, более эффективной, чем каждая из объединившихся компаний до интеграции. Новые собственники, приобретая пакеты акций (доминирующий, контрольный, блокирующий и т. д.), меняют прежнюю структуру контроля над компаниями.

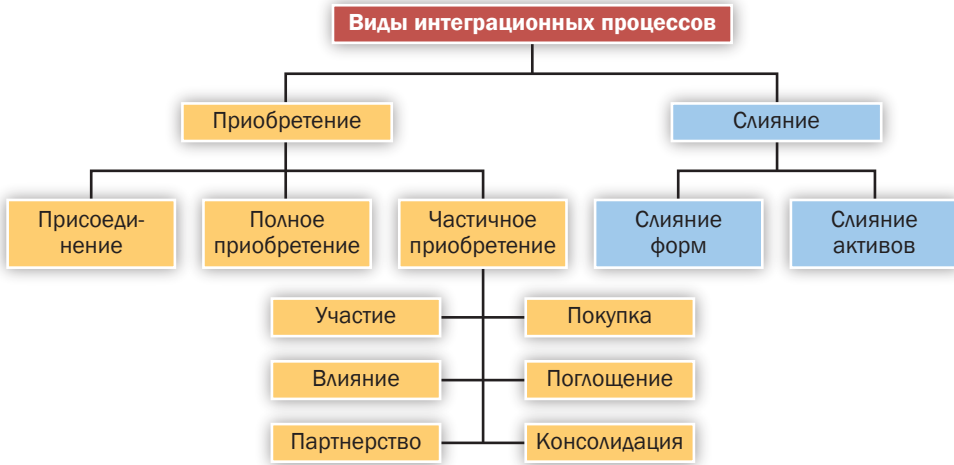
ИНТЕГРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ И СТЕПЕНЬ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

Интеграционные процессы в российской экономической литературе трактуются неоднозначно. Попытки систематизировать возможные определения и характеристики сделок по интеграции корпораций были произведены экспертами российского

аналитического портала «Слияния и Поглощения в России», российского журнала «Слияния и Поглощения», международной консалтинговой фирмы McKinsey. Классификация интеграционных процессов на основе степени корпоративного контроля представлена на рис. 1.

Рисунок 1

Классификация процессов корпоративной интеграции



Источник: Игнатишин Ю. В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. — СПб.: Питер, 2005.

Самый простой и распространенный способ объединения предприятий — приобретение контрольного пакета акций, при этом купленная компания сохраняет свои торговые марки. Однако в российской практике это не означает, что покупатель сразу получает полный контроль над компанией. Менеджмент и сотрудники не сразу привыкают к новому владельцу, и какое-то время деятельность предприятия может быть затруднена из-за притирки характеров.

Приобретая готовый бизнес, покупатель всегда платит дополнительно за опыт, знания и навыки предыдущего владельца, за репутацию, за положение предприятия на рынке исключительно для приобретения контроля над компанией, степень которого зависит от размера полученного пакета акций (табл. 1).

Таблица 1

**Формы корпоративного контроля
в зависимости от уровня владения голосующими акциями**

Уровень корпоративного контроля	Степень дробности акционерной собственности
Полный	— Владение имущественным комплексом. — Единственный собственник на все виды активов компании
Частичный, в т. ч.:	
Простой	Предоставляет право на участие в принятии решений (в рамках российского законодательства, при доле голосующих акций не более 25 %)
Блокирующий	Дает право на блокирование принятия решений (доля голосующих акций более 25 %, но менее 50 % уставного капитала)
Равноправный	Предоставляет право на равноправное участие в принятии решений (50 % доли уставного капитала)

Уровень корпоративного контроля	Степень дробности акционерной собственности
Преобладающий	Предполагает наличие от 50 до 75 % голосующих акций с учетом параллельного существования блокирующего частичного контроля у других собственников
Доминирующий	Решение принимается собственником, владеющим от 75 до 100 % уставного капитала

Источник: Игнатишин Ю. В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. — СПб.: Питер, 2005.

РОЛЬ РОССИЙСКИХ СДЕЛОК M&A В КОНТЕКСТЕ ОБЩЕМИРОВЫХ ИНТЕГРАЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ

Российский рынок корпоративного контроля начал развиваться в период приватизации и становления рыночной экономики. При этом, несмотря на его непродолжительную историю, Россия стала одним из активных участников мирового рынка M&A по динамике числа интеграционных сделок и их стоимости.

Представление о роли российских M&A в общемировых интеграционных процессах дают сведения из информационной базы Thomson Reuters. На их основе могут быть соотнесены количество и стоимостная оценка российских и общемировых интеграционных сделок (табл. 2).

Таблица 2

Динамика доли российских сделок M&A в общемировых

Год	Доля числа сделок, %	Доля стоимости сделок, %
1995	0,64	0,12
1996	0,52	0,10
1997	0,33	0,32
1998	0,26	0,06
1999	0,53	0,10
2000	1,01	0,08
2001	1,38	0,20
2002	1,60	0,59
2003	1,64	2,60
2004	1,09	1,40
2005	1,28	1,84
2006	1,58	1,35
2007	1,76	2,77
2008	4,14	2,95
2009	9,16	1,86
2010	8,79	1,44

Примечание: учитывались все российские сделки, в т. ч. трансграничные. Исключена сделка 2008 г. по реструктуризации РАО ЕЭС на \$12 млрд. В связи с этим доля стоимостного объема в 2008 г. российских сделок M&A снизилась до 2,95 %, но тем не менее осталась максимальной по сравнению с предшествующим периодом.

Источник: сайт информационного агентства Thomson Reuters (<http://www.thomsonreuters.com>).

В рыночных условиях доля числа российских сделок в общемировых постоянно нарастала: в 1995–1999 гг. она составляла менее 1 % (0,5 % в среднем), в период экономического роста колебалась в районе 1–1,4 %, в кризисный период значительно выросла — до 7,4 % в среднем за период. Это свидетельствует о некоторой

контрцикличности российских интеграционных процессов по отношению к общемировым. Данные таблицы показывают, что в кризисный период компании наращивали темпы роста слияний и поглощений, и в самой низкой точке кризиса в 2009 г. был достигнут абсолютный пик доли российских сделок в общемировых — 9 %. Следует отметить, что преобладали сравнительно небольшие сделки.

Стоимостный срез анализа показывает, что вплоть до 2002 г. доля российских M&A по объему заключенных сделок составляла менее 1 % (в среднем 0,2 %), а затем колебалась в пределах нескольких процентов, достигнув пика в 2008 г. — 3,4 %.

Несмотря на кризис, российские компании на рынке M&A заняли устойчивую позицию. Одни, имея резервы, накопленные во время экономического роста, занялись скупкой упавших в цене активов, как только появилась такая возможность. Другие, зачастую находившиеся в затрудненном положении, приступили к продажам или реструктуризации своих активов. Доля российских сделок в общемировых (по стоимости) выросла в 2008–2010 гг. по сравнению с периодом экономического роста более чем в 1,5 раза (см. табл. 2). Однако сделки в России реализовывались в основном небольшие или с нераскрытой стоимостью. Крупные сделки, ответственные за рост стоимостного показателя, носили единичный характер. Так, в 2008 г. были совершены только четыре приобретения со стоимостью пакета акций более \$4 млрд.

ПОВЕДЕНИЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ В 1995–2011 гг.

Количественную оценку рынка корпоративного контроля в России позволяет произвести база по российским сделкам M&A Thomson Reuters. Реализованные сделки по степени корпоративного контроля приобретенных компаний на протяжении рассматриваемых 17 лет имели свои особенности. Дифференциация российских сделок M&A приведена в табл. 3.

Таблица 3

**Доля российских сделок M&A в зависимости
от типа приобретенного пакета акций в 1995–2011 гг., %**

Год	Тип приобретенного пакета акций			
	Простой	Блокирующий	Преобладающий	Доминирующий
1995	44,9	22,8	4,7	27,6
1996	42,2	24,8	10,1	22,9
1997	37,7	16,9	10,4	35,1
1998	30,9	14,7	14,7	39,7
1999	28,2	23,5	16,1	32,2
2000	25,7	16,9	11,2	46,2
2001	19,3	18,2	10,9	51,7
2002	23,0	17,6	12,6	46,8
2003	21,4	18,1	7,1	53,3
2004	18,1	18,1	8,4	55,4
2005	23,2	13,8	12,4	50,5
2006	16,5	12,4	13,3	57,8
2007	18,4	18,5	9,5	53,7
2008	38,6	13,3	8,9	39,2
2009	38,1	19,0	11,3	31,6

Год	Тип приобретенного пакета акций			
	Простой	Блокирующий	Преобладающий	Доминирующий
2010	37,0	16,5	10,0	36,5
2011	34,9	17,1	8,3	39,7
I п/г 2012	38,0	17,5	10,3	34,2

Примечание: все сделки M&A за год – 100 %.

Источник: сайт информационного агентства Thomson Reuters (<http://www.thomsonreuters.com>).

В 1990-е гг. в структуре интеграционных сделок преобладали сделки M&A, характеризующиеся невысокой степенью частичного корпоративного контроля: компании стремились заполучить как можно больше недооцененных и дешевых активов, осуществляя конгломератные сделки. В постдефолтный период ситуация изменилась: обозначилось стремление к созданию на основе базового предприятия единой корпорации, способной к самостоятельной международной экспансии. При этом участие в капиталах других предприятий через покупку их акций было страховкой хозяйственных связей, а при включении в мощную группу позволяло защититься от недружественного поглощения.

Повышение деловой активности в российской экономике в 2000–2004 гг. изменило поведение компаний на рынке корпоративного контроля¹. В условиях экономического роста преобладающими становятся интеграционные процессы, направленные на получение доминирующего пакета акций. Во-первых, участники сделок стали консолидировать свои активы, постепенно выкупая небольшие пакеты у миноритарных акционеров либо у финансовых групп, решивших избавиться от непрофильных активов. Тем самым компании повышали степень управляемости подконтрольными структурами. Во-вторых, весомый процент сделок с приобретением доминирующего пакета позволяет сделать вывод о серьезности намерений и их стратегическом императиве.

Увеличение в 2004–2007 гг. числа интеграционных сделок, в результате которых компании-покупатели получали доминирующий контроль над активами компаний-продавцов, было связано также с усилением позиций государства на важнейших направлениях российской экономики и с формированием уставных капиталов государственных корпораций. К 2008 г. процесс консолидации активов стратегически важных компаний в руках государства завершился.

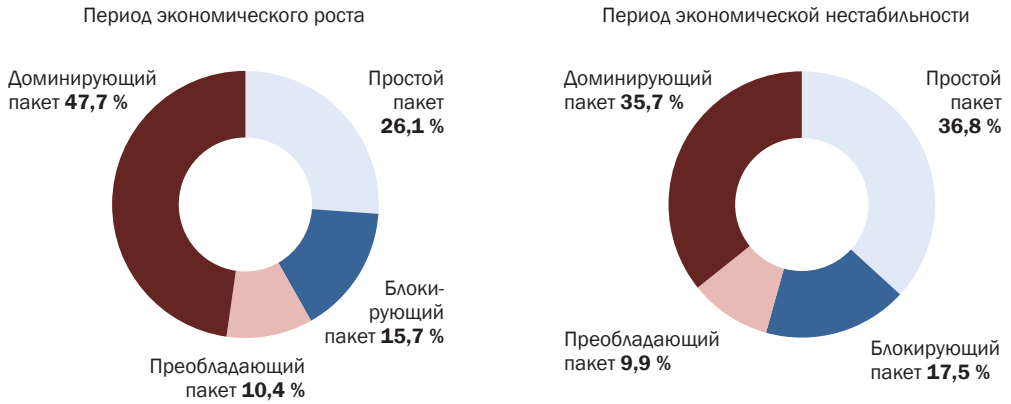
По данным Thomson Reuters, с 2000 по 2007 гг. доля всех сделок M&A, в которых приобретался доминирующий пакет акций, в среднем составляла более половины (52,3 %) от общего количества сделок. Это свидетельствует о том, что у компаний-покупателей имелись свободные денежные средства на приобретение крупного пакета и такой подход в установлении контроля над компанией-целью считался наиболее оправданным.

ОСОБЕННОСТИ ИНТЕГРАЦИОННЫХ СДЕЛОК В ПЕРИОД КРИЗИСА

Начиная с 2008 г. на фоне сокращения объемов ликвидности во всем мире доля сделок по приобретению компаний с доминирующим пакетом акций резко падает: она составляет менее 40 % от всех сделок, при этом тенденция к понижению сохранялась до второй половины 2012 г. В то же время резко возрастает доля покупки пакета акций компаний до 25 % (рис. 2). Более важными целями интеграционных сделок, нежели полный контроль над приобретаемой компанией, в период кризиса становятся участие в процессе принятия решений на собрании совета директоров и возможность блокировки ключевых решений.

¹ См.: Мусатова М. М. Подходы к оценке интеграционных процессов в российской экономике: монография. — Новосибирск: Архивариус, 2007.

Структура сделок M&A в России по уровню корпоративного контроля в зависимости от фазы экономического цикла



Источник: сайт информационного агентства Thomson Reuters (<http://www.thomsonreuters.com>).

При этом доля сделок M&A, в которых приобретался преобладающий или блокирующий пакет, была устойчиво стабильна: на экономическую целесообразность фаза экономического цикла не влияла.

В период экономической нестабильности начиная с 2008 г. на рынке корпоративного контроля происходило существенное перераспределение сил. Большие долги крупных компаний заставляли их более консервативно относиться к слияниям и поглощениям. Новые мотивы заключения M&A в кризис формировались под воздействием серьезного дисбаланса спроса и предложения: практически полное отсутствие покупателей и огромное количество выставленных на продажу компаний (табл. 4). Если в ситуации стабильности и роста экономики основные мотивы консолидации были связаны с возможностью получения синергетических эффектов и обеспечения темпов роста бизнеса, то в период экономической нестабильности доминирующим стало выживание.

Изменение мотивов M&A как со стороны покупателей, так и со стороны продавцов напрямую сказалось на формах финансирования сделок. Контрагенты стали привлекать преимущественно долевое финансирование через дополнительную эмиссию или продажу доли в бизнесе с получением гарантий покрытия обязательств.

Таблица 4

Специфические мотивы сделок M&A в период экономической нестабильности

Мотивы продавцов	Мотивы покупателей
<ul style="list-style-type: none"> — Реструктуризация и сокращение задолженности компаний. — Уменьшение финансовых рисков и сокращение имиджевых потерь. — Продажа по цене приобретения и безвозмездная передача проблемных активов. — Передача проблемных или нерентабельных активов в пользу государства в лице различных структур или под их контроль, получение государственных инвестиций 	<ul style="list-style-type: none"> — Реализация планов агрессивного развития с минимальными затратами. — Покупка проблемных активов. — Антифакторинг, приобретение кредиторской задолженности. — Пополнение фондов прямых инвестиций, перепродажа активов. — Политические интересы федеральных, региональных или муниципальных структур

Источник: составлено автором.

Вместе с тем мотивы выживания при сделках M&A начинают меняться в сторону «некризисных». Российские корпорации сумели накопить достаточный объем ликвидности для осуществления интеграционных сделок, а изменение макроэкономической ситуации и усиление деловой активности способствует консолидации активов для получения синергетических эффектов и обеспечения высоких темпов роста компаний.

Статистика сделок Thomson Reuters позволяет проанализировать динамику уровня корпоративного контроля для разных групп сделок M&A, в которых: 1) контрагенты сделок — исключительно российские компании; 2) зарубежные компании покупали активы российских компаний (импортные сделки); 3) российскими компаниями приобретались активы зарубежных компаний (экспортные сделки).

По данным Thomson Reuters, с 1994 по 2012 гг. в России было совершено около 10 тыс. слияний и поглощений крупными и средними компаниями. Из всего числа сделок M&A около 73 % пришлось на сделки, в которых сторонами были две российские компании; 20 % — в которых российские компании приобретались зарубежными.

Во время рецессии российские компании значительно сократили масштабы экспортной экспансии и сосредоточились на внутреннем рынке для решения проблем задолженностей и реструктуризации своих активов. Нерезиденты заняли выжидательные позиции в вопросе сокращения или устранения разрыва между их ценовыми ожиданиями и ожиданиями продавцов и в связи с этим не торопились осуществлять выход на российский рынок.

В период нестабильности для внутрироссийских и импортных сделок было характерно резкое снижение доли по приобретению доминирующего пакета, однако данная тенденция практически не затронула экспортные сделки. Видимо, компании стремились обеспечить себе полный контроль, чтобы минимизировать все риски, в т. ч. политические, при экспансии за рубеж (табл. 5).

Таблица 5

**Динамика уровня корпоративного контроля в сделках M&A
в зависимости от фазы экономического цикла по видам сделок, %**

Тип приобретенного пакета акций	Вид сделки M&A					
	Внутрироссийская		Импортная		Экспортная	
	Период экономического роста	Период экономической нестабильности	Период экономического роста	Период экономической нестабильности	Период экономического роста	Период экономической нестабильности
Простой	28,7	37,5	23,1	30,7	13,6	21,0
Блокирующий и преобладающий	26,1	27,8	25,1	25,6	29,9	30,0
Доминирующий	45,2	28,7	51,8	43,7	56,6	49,0

Примечание: для каждого периода по каждому виду сделки M&A сумма доли всех приобретенных пакетов акций — 100 %.

Источник: сайт информационного агентства Thomson Reuters (<http://www.thomsonreuters.com>).

Во время кризиса в России, как и во многих странах мира, доля государства в реальном секторе, в банковской системе выросла. Оно пыталось вытащить и переложить на плечи налогоплательщиков слабые производства, продукция которых не имела сбыта.

Однако правительство не допустило огосударствления экономики, хотя многие частные компании хотели передать проблемные активы или контрольный пакет акций в госсобственность.

ОЦЕНКА РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД

В период восстановительного роста государство начинает возвращаться в большей степени к традиционным функциям поддержания институциональной инфраструктуры интеграционных процессов. В связи с этим российские властные структуры на федеральном и региональном уровнях приступают к проведению масштабной приватизации. Приватизация, по сути, будет сигналом для мирового сообщества, что российская экономика, ее банковский сектор адаптированы и устойчивы; она снизит активность государства в экономике, повысит прозрачность и качество управления компаниями. На рынке корпоративного контроля государство по-прежнему будет занимать активную позицию, но теперь выступая в основном в роли не покупателя активов, а их продавца, снижая степень своего присутствия в корпорациях (табл. 6).

Таблица 6

Изменение уровня корпоративного контроля при заключении сделок государством

Вид сделки	Количественная доля, %	
	9 мес. 2010 г.	9 мес. 2011 г.
Менее 25 %	7,9	8,4
Более 25 %	6,3	19,2
Более 50 %	16,2	8,8
50 %	3,1	0,8
Более 75 %	6,8	3,1
100 %	49,2	47,9
Присоединение	0,5	0,4
Консолидация	9,9	11,1
Слияние	—	0,4

Источник: Роль государства на рынке слияний и поглощений (2011) / Слияния и Поглощения в России (<http://mergers.ru/researches/Rol-gosudarstva-na-rynke-sliyanij-i-pogloschenij-2011-31937>).

Российские властные структуры на новом этапе приватизации стремятся продать компании не спеша, рассчитывая на появление цивилизованных инвесторов, удовлетворяющих определенным критериям: для стратегических инвесторов это готовность развивать предприятия, для портфельных — хорошая репутация и способность построения справедливого корпоративного управления. С другой стороны, госструктуры озабочены тем, чтобы в доходную часть бюджета поступило как можно больше средств и активы государственных компаний были проданы по возможно высокой цене.

7 июня 2012 г. была скорректирована программа приватизации государственного имущества на ближайшие два года и уточнены планы на период до 2016 г. Однако жесткого графика продаж долей государства в крупнейших компаниях и банках

с разбивкой пакетов по годам не появилось. К настоящему времени в России нет необходимости в немедленной приватизации — активы компаний работают, в связи с этим государство должно лишь стратегически определить те из них, которые будут продаваться, подготовить их к продаже, а дальше ждать хорошего предложения. Будущая радикальная приватизация предполагает учет конъюнктуры рынка и особенностей реализации государственных компаний. Если условия окажутся благоприятными, помешать продаже не сможет даже присутствие компании в перечне стратегических предприятий. В этом случае просто потребуется отдельное решение Президента России.

По мнению экспертов, в России доля государственных компаний должна составлять примерно 15 % — государству должно принадлежать только то, что нужно для выполнения его функций. В ближайшие три года на рынке интеграционных сделок, по-видимому, будет происходить снижение уровня корпоративного контроля со стороны государства, поскольку планируются продажи значительной части активов. Речь идет о частичной или полной продаже 300 находящихся в федеральной собственности предприятий, а также пакетов акций 960 акционерных обществ². Доходы от приватизации в 2012 г., по оценке правительства, составят около 300 млрд руб., т. е. превысят абсолютный рекорд 2011 г., когда эта сумма достигла 121 млрд руб. (с учетом дохода от продажи 10 % акций ВТБ на 95,7 млрд руб.).

Наиболее крупными приватизационными сделками в 2012–2013 гг. станут:

- 7,58 % минус одна акция Сбербанка — контроль остается за государством;
- 25,5 % минус одна акция ВТБ;
- 25 % минус одна акция РЖД — полный контроль остается за государством;
- 50 % минус одна акция «Совкомфлота»;
- 10 % «Роснано»;
- 100 % Объединенной зерновой компании и 49,9 % минус одна акция «Росагролизинга».

До 2016 г. государство полностью выйдет из капитала ВТБ, «Совкомфлота» и «Росагролизинга», а также «Зарубежнефти», «РусГидро», «Интер РАО ЕЭС», «Шереметьево», «Аэрофлота», Россельхозбанка, АК «АЛРОСА». Зафиксированы планы по полному прекращению государственного участия в капитале «Роснефти».

Кроме того, в период до 2016 г. планируется сокращение доли государства до 75 % плюс одна акция в «Транснефти», ФСК ЕЭС и «Уралвагонзаводе», до 50 % плюс одна акция — в Объединенной судостроительной корпорации и Объединенной авиастроительной корпорации.

Приватизированы будут акции и имущество, принадлежащие федеральному центру и регионам, а также компании, находящиеся под контролем государства. Среди потенциальных покупателей государственных активов будут как резиденты, так и нерезиденты России. Однако в 2012–2013 гг. в связи с большой волатильностью мировых фондового и валютных рынков ожидать прихода в нашу страну значительного количества стратегических западных инвесторов, по-видимому, нельзя. В связи с этим предполагаемая приватизация будет рассчитана в основном на внутренних инвесторов, что существенно снизит конкуренцию при ее проведении.

² См.: Приватизация госпакетов может произойти путем обмена с иностранцами / РИА Новости (<http://ria.ru/economy/20120514/648697067.html#ixzz21H0wTCS1>).

Как представляется, в период восстановительного роста сделки по приобретению активов в интенсивном формате будут заключаться не только между государством и частным бизнесом, но и между компаниями предпринимательского сектора. Экономика России постепенно возвращает позиции, утраченные за период кризиса. Положительная динамика с 2010 г. отмечается как в общих темпах ее роста, так и в основных индикаторах. Собственники и менеджмент компаний поверили в оживление отечественной экономики, поэтому активно меняют стратегию конкуренции и свое поведение на рынке корпоративного контроля.

Библиография

1. Мусатова, М. М. Подходы к оценке интеграционных процессов в российской экономике: монография. — Новосибирск: Архивариус, 2007.
2. Игнатишин, Ю. В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. — СПб.: Питер, 2005.
3. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. — М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2007.
4. Рудык, Н. Б., Семенова, Е. В. Рынок корпоративного контроля в России: слияния, поглощения и выкупы долговым финансированием. — М.: Финансы и статистика, 2002.
5. Отчет компании PriceWaterhouseCoopers. Вновь обретенная уверенность. Слияния и поглощения в среднем бизнесе в 2009 г. — 1П 2010 г. [Электронный ресурс] / Сайт компании PwC. — Режим доступа: <http://www.pwc.ru/Masurvey>.
6. Приватизация госпакетов может произойти путем обмена с иностранцами [Электронный ресурс] / РИА Новости. — Режим доступа: <http://ria.ru/economy/20120514/648697067.html#ixzz21H0wTCS1>.
7. Роль государства на рынке слияний и поглощений (2011) [Электронный ресурс] / Слияния и Поглощения в России. — Режим доступа: <http://mergers.ru/researches/Rol-gosudarstva-na-rynke-sliyanij-i-pogloschenij-2011-31937>.
8. Сайт ежемесячного аналитического журнала «Слияния и Поглощения» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ma-journal.ru>.
9. Сайт информационного агентства Thomson Reuters [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.thomsonreuters.com>.