

СОДЕРЖАНИЕ

СОДЕРЖАНИЕ	2
ВВЕДЕНИЕ	2
ГЛАВА 1. ОСНОВЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ КОМПАНИЙ.....	7
1.1. Понятие и формы реорганизаций.....	7
1.2. Мотивы проведения реорганизаций	15
1.3. Возможности использования инструментов фондового рынка при реорганизации компаний.....	21
ГЛАВА 2. ХАРАКТЕРИСТИКА РАЗЛИЧНЫХ ФОРМ РЕОРГАНИЗАЦИЙ	28
2.1. Слияния и поглощения.....	28
2.2. Реорганизация в форме образования холдинговых структур	31
2.3. Правовое регулирование процесса реорганизации	36
2.4. Механизм реорганизации в форме присоединения.....	43
2.5. Западная практика использования механизмов реорганизаций и их возможность применения в России: LBO и обратное поглощение.	47
ГЛАВА 3. РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА ПРИ РЕОРГАНИЗАЦИЯХ	53
3.1. Количественные и структурные характеристики рынка корпоративного контроля России, тенденции развития.	53
3.2. Особенности процессов реорганизации в России	58
3.3. Использование инструментов фондового рынка в корпоративных конфликтах.....	64
3.4. Использование инструментов фондового рынка при финансировании слияний и поглощений на примере объединения компаний ЮКОС-Сибнефть.	70
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	74
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	78
ПРИЛОЖЕНИЯ	87

ВВЕДЕНИЕ

Общепризнанно в западной экономической науке (и данный подход находит все большее отражение в отечественной литературе), что целью деятельности компании (под компанией будет подразумеваться предприятие с акционерной формой собственности как получившей наибольшее распространение в России, а понятие компании и акционерного общества считаться тождественными) является максимизация ее стоимости и как следствие повышение благосостояния акционеров. Реорганизация считается одним из наиболее оптимальных и действенных способов максимизации стоимости, что делает актуальным исследование реорганизации компаний.

Российская специфика высокой степени концентрации капитала, наличие оптовой структуры собственности делают инструменты фондового рынка в России, в частности акции, не столько инвестиционным инструментом, приносящим доход в виде дивидендов и роста курсовой стоимости, сколько средством перераспределения собственности и корпоративного контроля. Именно высокое значение ценных бумаг в данном качестве также обуславливает актуальность данного исследования.

В данной работе рассмотрение реорганизации не ограничится законодательно закрепленными формами; реорганизация понимается в широком значении как экономическая категория, связанная с изменением структуры акционерного капитала компании при сделках на рынке корпоративного контроля.

Целью работы является изучение возможностей использования инструментов фондового рынка при проведении реорганизаций компаний. В работе будут рассматриваться преимущественно слияния и поглощения

(присоединения) как получившие наибольшее распространение формы реорганизации, являющиеся наиболее характерной чертой современного этапа развития бизнеса как в мировой экономике, так и в России. Структура российского рынка ценных бумаг пока предоставляет слабые возможности для использования инструментов рынка ценных бумаг при финансировании реорганизаций. Поэтому в работе внимание в большей мере уделено рассмотрению значения ценных бумаг (преимущественно акций) как инструмента при осуществлении слияний и поглощений на рынке корпоративного контроля, особенно их места в технологиях враждебных (а зачастую и незаконных) поглощений и мерам по их предотвращению.

Достижение поставленной цели достигается решением следующих задач:

- определение понятия, форм и целей реорганизации;
- изучение правового регулирования реорганизации компаний, что обусловлено необходимостью четкого соблюдения данной процедуры, отклонение от которой грозит риском оспаривания реорганизации в целях недружественных поглощений;
- описание механизма использования ценных бумаг при конкретных формах реорганизации, в т.ч. таких перспективных на российском рынке как выкуп с использованием долгового финансирования и «обратное поглощение»;
- оценка значения ценных бумаг как инструмента перераспределения собственности на рынке корпоративного контроля в России, описание недобросовестных практик их использования и мер противодействия недружественным поглощениям;
- описание механизма структурирования конкретной сделки по

реорганизации компаний на примере объединения компаний ЮКОС и «Сибнефть».

Первая глава работы является вводной – в ней описываются такие теоретические аспекты как понятие и формы реорганизации, цели проведения, возможности финансирования реорганизаций с использованием ценных бумаг.

Вторая глава детализирует отдельные виды реорганизаций: рассматриваются виды слияний и поглощений, описываются широко используемые в западной практике такие формы реорганизаций как LBO и «обратное поглощение», рассматриваются возможности и перспективы их применения в России. Также в данной главе рассматривается правовой механизм осуществления реорганизаций для всех форм и механизм проведения реорганизации в форме присоединения в частности, правовое регулирование приобретения крупных пакетов акций.

Третья глава акцентирует внимание на российской специфике и практике реорганизаций: количественные характеристики рынка корпоративного контроля России, методы недружественного поглощения и противодействия им. Для рассмотрения конкретного примера по реорганизации компаний рассмотрена попытка добровольного слияния ЮКОСа и «Сибнефти» (к сожалению, неудавшаяся), которая демонстрирует как потенциальные возможности для финансирования реорганизации с помощью инструментов рынка ценных бумаг, так и типичную отечественную практику оспаривания итогов реорганизации.

В данной работе сознательно сужено рассмотрение теоретических концепций слияний и поглощений. Поэтому к задачам данной работы не относятся рассмотрение таких тем как оценка целесообразности

реорганизации, определение стоимости компаний при слияниях и поглощениях, теории мотиваций принятий решений при реорганизации, этапы структурирования сделок по реорганизации.

ГЛАВА 1. ОСНОВЫ РЕОРГАНИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

1.1. Понятие и формы реорганизаций

Понятие реорганизации

Установленные в Гражданском кодексе формы реорганизации юридического лица не отражают всего многообразия экономических форм реорганизации. Более того, в законодательстве отсутствует определение понятия реорганизации, существует лишь разграничение отдельных форм.

Поэтому в данной работе под реорганизацией как экономической категорией будет пониматься совокупность мероприятий, связанных с изменением структуры акционерного капитала и операциями на рынке корпоративного контроля, а именно: слияния, поглощения, выделения, дробление, создание холдингов – все действия, связанные с реструктуризацией акционерного капитала.

В западной экономической литературе аналогичным понятием является «корпоративная реструктуризация» (corporate restructuring). Этот термин объединяет такие мероприятия как слияния, поглощения, стратегические альянсы, продажу компании или части компании, создание дочерней компании (выделение), а также приобретение компании за счет заемных средств (LBO).¹ Термин же «реорганизация» (reorganization) в английском языке зачастую используется применительно к процедуре банкротства.

Рынок корпоративного контроля

Понятие реорганизации компаний в значении, рассматриваемом в данной работе, непосредственно связано с действиями на рынке

¹ Ван Хорн Джеймс, Вахович Джон. Основы финансового менеджмента, 11-е издание.: Пер. с английского – М.: Издательский дом "Вильямс", 2003, 992 с.

корпоративного контроля. Рынок корпоративного контроля – рынок акций, предоставляющих права голоса, отношения между участниками которого направлены на установление или изменение контроля над акционерным обществом.² Объединение капиталов акционерных обществ обязательно связано с изменениями в контроле этих капиталов и составляет основу отношений, складывающихся на рынке корпоративного контроля.

Основными целями рынка корпоративного контроля являются:³

- смена собственников акционерного общества (переход собственности на голосующие акции, их концентрация, контроль над компанией, влияние на его политику, деятельность);

- изменение статуса компании (акционерное общество сохраняет существующую форму собственности, но его акционерный капитал изменяется за счет взаимоотношений с капиталами других обществ - становится более крупным при поглощении другого участника рынка – в этом случае увеличивается на сумму присоединенного к нему капитала другого общества, а не за счет обычного выпуска акций на рынок); основными операциями по изменению статуса акционерного общества являются слияния (деления), поглощение (выделение) акционерных обществ, образование (распадение) холдингов;

- смена формы собственности (например, реорганизация открытого акционерного общества в общество с ограниченной ответственностью) - компания перестает быть участником рынка, акционерный капитал расформировывается.

Слияния и поглощения

² Акционерное дело: Учебник /Под. Ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.

³ Акционерное дело: Учебник /Под. Ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.

Для целей данной работы целесообразно исходить из общепринятых определений, используемых в теории корпоративных финансов и мировой практике. Однако стоит отметить, что определения и разграничения терминов «слияния», «присоединения» и «поглощения» достаточно условны.

Слияние - сделка, в результате которой происходит объединение двух и более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний, сохранением состава собственников.⁴ Некоторые авторы подчеркивают, что сливающиеся компании прекращают свою деятельность (в этом отношении данная форма полностью соответствует юридическому определению «слияния» в российском праве); другие отмечают, что в результате слияния может пониматься объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные прекращают свое существование (форма «присоединения» в российском праве).

Поглощение – сделка, при которой в результате покупки контрольного пакета акций происходит переход прав собственности на компанию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной компании и изменением ее финансовой и производственной политики. При этом компания-цель в юридическом смысле остается формально самостоятельным лицом, слияние организационных структур не происходит.

Данные выше определения представляются более продуктивными, чем определения слияния и поглощения исходя из характера отношения менеджмента компании к слиянию или присоединению и наличия защитных мер (при этом слияние определяется как любое объединение,

⁴ Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. – М.: Институт экономики переходного периода, 2002. 177 с.

осуществляемое в дружественной форме, а поглощение отождествляется исключительно с враждебным поглощением).⁵ Приведенная выше классификация, на наш взгляд, не представляет возможным выделить специфику использования инструменты рынка ценных бумаг применительно к слиянию и поглощению как различным формам реорганизации.

Непосредственная цель рынка слияний – объединение обществ как хозяйствующих субъектов, их капиталов и хозяйственной деятельности. На рынке слияний объединение завершается полностью и остается один участник рынка вместо нескольких.

При слиянии происходит объединение как акционерного капитала, так и имущества; состав собственников при этом не меняется. Внешняя форма выражения слияния – прекращения существования акционерного общества как самостоятельного участника рынка и его вхождение в другое (новое или существующее) общество.

Слияние возможно только, если объединяемые акционерные общества находятся под полным контролем акционеров – инициаторов слияния. Для этого по российскому законодательству необходим контроль над 75% голосующих акций. При недостаточности голосов необходим выход инициаторов объединения для скупки недостающего пакета.

Операции на рынке слияний – это операции первичного рынка, поскольку они связаны с выпуском и изъятием акций из обращения. Новое общество должно выпустить необходимое количество новых акций для их передачи акционерам объединяемых акционерных обществ, а объединяемые общества должны изъять из обращения ранее выпущенные собственные

⁵ Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.лк

акции.

Непосредственной целью рынка поглощений служит установление контроля над компанией. На рынке поглощения установление контроля над акциями приводит к тому, что внешне самостоятельные участники рынка начинают действовать как единый участник рынка. Одним из следствий изменения контроля над акционерным обществом может быть изменение юридической формы существования общества.

При поглощении происходит объединение акций как права на управление несколькими акционерными обществами, изменение состава собственников, передача прав на управление от одних акционерам к другим. Объединение в собственности одного участника рынка акций (как прав на управление), а потому существование акционерного общества не меняется. Конечным результатом этого процесса м.б. ликвидация общества с присоединением его имущества к имуществу собственников акций или путем дальнейшей распродажи активов на рынке.

Рынок поглощений – рынок приобретения голосующих акций компаний, а потому операции осуществляются преимущественно на вторичном рынке (операции по покупке, выкупу акций у их владельцев в требуемом количестве). Таким образом, при поглощении использование инструментов фондового рынка для финансирования реорганизаций ограничено, так как они сами выступают объектом покупки. Исключение составляет ситуация, когда для получения необходимых денежных средств может потребоваться дополнительный выпуск акций, либо акции необходимы для прямого обмена на акции поглощаемого общества (как, например при неудавшемся поглощении ЮКОСом «Сибнефти»). В этом случае данный рынок также может быть связан с первичным рынком,

предоставляя возможности для вовлечения инструментов фондового рынка в финансирование поглощений.

Анализ поглощений показывает, что в них в подавляющем большинстве случаев преобладает именно покупка акций, а значение конвертаций акций невелико, поскольку при поглощении покупатель не заинтересован в сохранении состава прежних акционеров и менеджмента.⁶

Так как использование инструментов фондового рынка для финансирования поглощений ограничено (что отмечалось выше), то в дальнейшем анализ использования ценных бумаг при поглощениях будет связан как с инструментом, предоставляющим в российской практике широкие возможности для манипуляции при недружественных поглощениях.

Разделения и выделения

Наряду с интеграционными процессами, крупные компании используют различные методы сокращения сферы своих хозяйственных операций (downsizing) – продажи, «дивестиции» и акционерные «отщепления».⁷ Нередко такая необходимость может возникнуть для ликвидации оказавшегося безуспешным слияния или поглощения.

Продажами (sells-off) обычно называется обособление соответствующего сегмента (подразделения) компании в качестве особого юридического лица, чаще всего дочерней (зависимой) компании. Продажи не являются оплаченными сделками, акционеры материнской компании не

⁶ Акционерное дело: Учебник /Под. Ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.

⁷ На дивестиции в с 1970 по 2000гг приходилось от 25% до 55% всех сделок на рынке корпоративного контроля в США.

Источник: Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний /Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.- 741 с.

теряют контроль над компанией. Продажи могут осуществляться в форме «отпочковывания», отщепления или расщепления.

В результате «отпочковывания» (spin-off) создается отдельное юридическое лицо, дочерняя компания, в которой акционеры материнской компании получают долю пропорционально их доле в материнской компании.

Разделение компании (split-up) происходит, когда материнская компания расщепляется на несколько компаний в результате серии «отпочковываний». В результате материнская компания прекращает существование.

Вариантом «отпочковывания» является отделение (split-off), в результате которого часть акционеров материнской компании получают акции новой дочерней компании в обмен на акции материнской компании и таким образом образуют две группы акционеров.

В отличие от продаж «дивестиции» (divestitures) предполагают отчуждение материальных активов (или сегмента бизнеса), как правило, переуступаемых за деньги (или ценные бумаги) уже существующей фирме.

Акционерное «отщепление» (equity carve-outs) представляет собой промежуточную форму – «отщепляемое» подразделение становится открытой корпорацией и прибегает к публичному предложению своих акций на первичном рынке (split-off IPO).

Изменение структуры собственности: новые формы реорганизаций

Отдельной категорией в реорганизации являются операции, приводящие к изменению структуры собственности и контроля над компанией. Таковыми являются сделки по превращению акционерного общества в закрытое (going private transaction), когда все акции

приобретаются небольшой группой акционеров.

В некоторых случаях они принимают форму «выжимания» (squeeze out), когда устраняется участие в компании мелких акционеров. Эта операция проводится в форме предложения об обмене (exchange offer) с предложением акционерам обменять обыкновенные акции на привилегированные или облигации или в форме выкупа компанией части находящихся в обращении собственных акций (share repurchase).

Сделки по превращению публичной компании в частную, совершаемые с использованием значительных займов, называются выкупом долговым финансированием, или выкупом с рычагом (leveraged buyout – LBO). Такая форма реорганизации характеризуется большими возможностями применения инструментов фондового рынка – преимущественно долгового финансирования («мусорные» облигации). Если при таком выкупе инициаторами преобразования общество в закрытое выступают менеджеры компании, то такая сделка относится к «выкупу менеджерами» (MBO)

При реорганизаций крупных компаний чаще всего встречается рекапитализация в форме покупки за наличные деньги (leveraged cash-out, LCO). Источником финансовых ресурсов в данном случае выступают также заемные средства, как правило, «мусорные облигации» (junk bonds). В результате эмиссии облигаций корпорация получает возможность выплатить однократный чрезвычайно большой дивиденд внешним владельцам акций, инсайдеры же на соответствующие суммы получают дополнительное количество акций. Доля инсайдеров при этом значительно увеличивается, но компания сохраняет статус публичной и возможность к доступу ресурсам на рынке ценных бумаг.

Наряду с «мусорными» облигациями, при LBO может осуществляться

«промежуточное» финансирование (mezzanine financing) с использованием субординированных долговых обязательств, представляющих собой облигации довольно низкого качества.

1.2. Мотивы проведения реорганизаций

Основной целью проведения реорганизации, согласно западной экономической науке, является максимизация благосостояния акционеров, что проявляется в росте стоимости компании.

Слияния и поглощения

Наибольший экономически эффект при реорганизации реализуется при слияниях и поглощениях, как форме реорганизации, укрупняющий масштаб бизнеса и предоставляющий определенные преимущества.⁸ При проведении слияний и поглощений наиболее часто руководствуются таким мотивом как наличие *эффекта синергии*.

Под синергией понимают некий результат от слияния, превосходящий по стоимости результаты компаний, участвующих в слиянии, если бы они действовали по отдельности (известно как классическая формула « $2+2=5$ »). Синергия реализуется за счет взаимодополняющего действия двух активов или нескольких предприятий. Синергетический эффект возникает благодаря:

- экономии за счет масштаба - снижение средней величины издержек на единицу продукции по мере увеличения объема выпуска. Является основной целью горизонтальных слияний;

- снижению издержек за счет вертикальной интеграции - позволяет снизить издержки за счет обеспечения выполнения обязательств, улучшения управления и координации вдоль всей технологической цепочки, улучшения

⁸ Сочетания мотивов и соответствующих способов реорганизаций – См. Приложения 2,3

контроля качества;

- комбинированию взаимодополняемых ресурсов – каждая компания приобретает ресурсы дешевле, чем их пришлось бы создавать самостоятельно;

- мотиву монополии – возможность объединенной компании снизить ценовую конкуренцию, повысить эффективности работы с поставщиками (при объединение компании приобретают дополнительный рычаг снижения закупочных цен, который может быть достигнут как путем увеличения совокупного объема закупок и получения скидок так и путем прямой угрозы смены поставщика);

- разработка новых технологий и создание новых видов продукции.

На практике для максимизации эффекта синергии необходимо тщательно выбрать тип слияния, цель и стратегию. Автоматически эффект синергии не появляется – необходимо тщательно искать и планировать источники синергии.

Повышение качества управления, устранение неэффективности – перераспределение собственности от неэффективного менеджмента в пользу более эффективного, за счет этого улучшение управления активами, использование резервов по снижению затрат.

Оптимизация налогообложения (налоговые щиты) – возможность использования трансфертного ценообразования с целью минимизации налоговых платежей, возможности переноса убытков на будущие периоды.⁹

⁹ Ст. 283 Налогового кодекса предусматривает право организации после слияния или присоединения уменьшить налогооблагаемую прибыль на величину убытков, полученными обеими компаниями до реорганизации. При этом существуют некоторые ограничения: убытки не могут уменьшать налогооблагаемую базу более, чем на 30% за один год; перенос убытков возможен в течение 10 лет.

Предусмотрено возможность создания консолидированной группы налогоплательщиков по налогу на прибыль, в состав которой входят материнские и дочерние предприятия, что может привести к уменьшению суммы налогов на прибыль, т.к. налог в будет начисляться на суммарную прибыль

Диверсификация бизнеса через запуск новых продуктов и выход на новые рынки.

Преимущества на рынке капитала - крупные корпорации добиваются более выгодных условий кредитования. Размер компании сам по себе является гарантом стабильности и позволяет получать более высокий кредитный рейтинг.

Мотив разницы в рыночной цене компании и стоимости ее замещения - иногда гораздо выгоднее купить действующее предприятие, чем строить новое.

Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью – при превышении ликвидационной стоимостью над рыночной выгоднее продать активы по частям.

Согласно исследования, проведенным в США, комбинация вышеперечисленных причин мотивировала проведение около $\frac{3}{4}$ сделок слияний и поглощений.¹⁰

Указывая мотивы проведения слияний и поглощений, представляет интерес изучения результата реорганизации – достигнуты ли в действительности поставленные цели. Как показали многочисленные эмпирические исследования, выгоды от слияний и поглощений не оправдывали ожидания покупателей, опровергая утверждения о

предприятий консолидированной группы, которая может быть ниже суммы прибылей входящих в эту группу предприятий.

Также при слиянии предприятий по технологической цепи производства они становятся единым плательщиками по НДС, что позволяет перенести срок оплаты налога на момент реализации конечного продукта, и следовательно, сократить инвестиции в оборотные средства.

Интересный факт, но подготовленные Минфином поправки в Налоговый кодекс предусматривают запрет на вычитание из суммы своих обязательств убытков купленных предприятий. Таким образом Правительство рассчитывает пресечь практику использования схем снижения налогов, при которой покупаются убыточные компании лишь с целью минимизации налоговых платежей.

Источник: Иванова Светлана. Нелогичная реформа. //Ведомости, 19 апреля 2004г.

¹⁰ Беленькая О. Анализ корпоративных слияний и поглощений //Управление компанией. №2, 2001.

неоспоримых преимуществах развития компании с помощью слияний и поглощений.

Согласно данным различных исследований, до 76% сделок слияний/поглощений заканчивалось неудачей. Так, по исследованиям консалтинговой компании Accenture через 2-3 года объединенная компания теряет 15-50% капитализации. Только треть компаний окупает затраты на создание.¹¹ Данные аудиторской компании PricewaterhouseCoopers свидетельствуют, что 61% слияний никогда не окупают вложенных в них средств, 57% объединившихся компаний отстают в своем развитии от других субъектов рынка. Согласно данным KPMG, в 2003г. только 34% слияний и поглощений привели к повышению стоимости бизнеса.

Кроме реализации положительных чисто экономических эффектов от реорганизации, присутствуют мотивы, связанные с внеэкономическими мотивами, такие как:

- защита прав учредителей;
- четкое разграничение ответственности участников (учредителей) и руководителей предприятия, развитие механизмов корпоративного управления, обеспечение свободного перераспределения права участия в капитале акционерного общества и перехода таких прав к лицам, заинтересованным в долгосрочном развитии предприятия (эффективным собственникам);
- обеспечение инвестиционной привлекательности предприятия;
- нивелирование отраслевых рисков, создание внутреннего рынка капитала;
- выход на новые рынки;

¹¹ Гендлин В. Самые дорогие брачные контракты. //Секрет фирмы. – 2002.-№10. - С. 26-30.

- повышение капитализации и последующая продажа (скупка недооцененных активов);
- организации более сложных финансовых потоков, в т.ч. для минимизации налоговых издержек.

Мотивы реорганизаций в форме разделения и выделения

Наряду с расширением деятельности компании за счет слияний и поглощений могут одновременно осуществляться реорганизацией в форме разделения, выделения и продажи.¹²

В случаи продажи активов может наблюдаться обратная синергия (reverse synergy) которая может быть представлено формулой «4-2=3» Экономические причинами реорганизаций в форме разделений и выделений являются:

- неспособность использовать отдельное подразделение так же эффективно, как это могло бы делаться в рамках другой компании;
- попытка исправить принятые ранее неверные инвестиционные решения;
- решение выгодно реализовать ранее приобретенное предприятие, стоимость которого значительно увеличилась благодаря успешной реструктуризации;
- избавление от убыточного бизнеса;
- облегчения управления обособленным структурным подразделением (диверсификация производства).

¹² По данным KPMG в каждой четвертой из 100 крупнейших компаний в мире в 2000г. отмечался процесс разделения или выделения из состава ранее слившихся подразделений.

Источник: Кныш М.И. и др. Стратегическое управление корпорациями. – СПб.: КультИнформПресс, 2002. – 239 с.

Внеэкономические мотивы разделений и выделений¹³:

- улучшение финансового состояния реорганизуемого общества путем выделения «инородного» актива, порождающего убытки, не связанные с основной деятельностью, спасение основного бизнеса от банкротства

- улучшение финансового состояния выделенного общества путем очищения его от долгов, оставленных у реорганизуемого общества (широко используется в российской практике параллельно с процедурой банкротства)

- выделение разового (экстраординарного долга)

- раздел бизнеса между его собственниками

- передел долей в уставном капитале

- требования антимонопольного законодательства

- защита от поглощения.

При рассматривании мотивов для реорганизации важно помнить о сопутствующих рисках – причинах, которые могут препятствовать принятию решения о проведении реорганизации:

- риск оказания сопротивления процессу со стороны блочных и миноритарных акционеров;

- риск предъявления судебных исков к реорганизуемой компании, а также финансовому консультанту;

- риск оказания сопротивления со стороны менеджмента;

- риск оказания сопротивления процессу со стороны органов власти;

- риск предъявления кредитором реорганизуемой компании требования досрочного погашения долга;

- риски, связанные с соблюдением норм корпоративного права;

¹³ Глушецкий А.А. Курс лекций «Реорганизация акционерных обществ: организационно-правовые аспекты» - М.: Центр деловой информации еженедельника «Экономика и жизнь», 2004. – 55 с.

- риски, связанные с налоговыми последствиями.

1.3 Возможности использования инструментов фондового рынка при реорганизации компаний

Механизм реорганизации (в правовом понимании этого термина) основывается непосредственно на выпуске и погашении акций. Для данной работы в дальнейшем особый интерес будет представлять эмиссия акций как основного механизма фондового рынка, способствующего:

- 1) изменению состава акционеров и их роли в управлении акционерным обществом;
- 2) противодействию поглощению со стороны другого участника рынка;
- 3) изменению структуры капитала.

Возможности использования инструментов фондового рынка при финансировании реорганизации компаний реализуются в полной мере при слиянии и ограничено – при поглощении (так как пакеты акций приобретаются преимущественно за счет денежных средств, в этом случае возможно привлечение денежных средств за счет выпуска ценных бумаг).

В международной практике выделяют следующие основные способы финансирования слияний и поглощений с использованием инструментов фондового рынка:¹⁴

1. Оплата слияния простыми акциями.

При данном методе оплаты тщательно изучается состояние и структура акционерного капитала приобретаемой компании, ликвидность ее акций. Проводится анализ последствий дополнительной эмиссии акций на

¹⁴ Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.

собственный капитал компании-покупателя, оцениваются долгосрочные перспективы налогообложения слияний.

Основным достоинством данного метода оплаты является то, что покупателю нет необходимости отвлекать денежные средства из своей операционной деятельности, не увеличивается долговая нагрузка. Кроме того, обмен акциями рассматривается как безналоговая реорганизация, т.е. акции, полученные акционерами компании-цели не будут облагаться налогом до тех пор, пока не будут проданы.

Основным недостатком данного метода является снижение показателя EPS за счет увеличения количества акций, эмитируемых для оплаты.¹⁵

2. Оплата слияния облигациями или привилегированными акциями.

Популярность данного метода объясняется налоговыми скидками, предоставляемыми при покупке при оплате долговыми инструментами или привилегированными акциями.

При принятии решения о данном виде финансирования необходимо оценить насколько успешно объединенная компания сможет осуществлять платежи по долговым обязательствам, по привилегированным акциям.

3. Оплата слияния конвертируемыми ценными бумагами.

Оплата производится выпущенными конвертируемыми ценными бумагами на номинальную стоимость, равную цене приобретения бизнеса. Данные ценные бумаги в дальнейшем могут быть конвертированы в обыкновенные акции по более высокой цене.

Преимущество – возможность привлечения средств за счет эмиссии

¹⁵ Объявление использование метода оплаты обыкновенными акциями в слиянии приводило к падению курсовой стоимости акций-покупателя в 95% случаев, и наоборот – оплата денежными средствами приводила к росту акций. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.

обыкновенных акций без немедленного эффекта снижения коэффициента EPS, причем без перспективы увеличения долговой нагрузки.

4. Оплата слияния гибридными и производными ценными бумагами.

При данном методе для оплаты используются варранты, опционы «колл» или «пут» на акции и облигации корпорации покупателя. Однако благодаря сложности структурирования таких сделок их использование получило не такое широкое распространение, как остальные методы.

5. Комбинированный (смешанный) метод оплаты слияния

Используется комбинация из выше перечисленных методов.

На Западе финансирование реорганизаций с помощью инструментов рынка ценных бумаг нашло широкое применение. Как правило, при слиянии и поглощениях выбор стоит между финансированием денежными средствами или акциями. В зависимости от метода финансирования распределяется риск: при оплате деньгами компания-покупатель приобретает как риск падения цен акций, так и вероятность того, что синергия не будет реализована. При оплате акциями риски разделяются между двумя сторонами.

Для характеристики использования инструментов рынка ценных бумаг в международной практике приведем статистические данные.

Так, в Великобритании с 1972 по 1992 г. сумма сделок, оплаченных акциями, колебалась от 13% до 60%, однако большинство сделок финансировалось оплатой денежными средствами.¹⁶ В 1994 г. 19% всех сделок по слиянию и поглощениям в Европе оплачивалось акциями, к 1999 г. доля таких сделок составляла уже 32%.¹⁷ 44,2% объема эмиссии корпоративных облигаций в Западной Европе направлялись на

¹⁶ Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.

¹⁷ Bruckner B., O'Shea. Mergers in European Banking: a Managerial Perspective. Working paper. P. 42.

финансирование поглощений.¹⁸

В 1997-2000г. в Европе 81% сделок финансировалось наличностью, 11% - смешанным способом платежа и только 8% - акциями. Однако, несмотря на незначительную долю сделок, финансируемых акциями, по показателю объемов сделок в денежном выражении они лидировали: 2,8 трлн. долл. против 171 млрд. долл. финансирования наличностью и 925 млрд. долл. финансирования комбинированным способом. Таким образом, в среднем стоимость сделки с финансированием акциями в 16 раз превосходила сделку, профинансированную исключительно наличностью. Кроме того, в 61% сделок, профинансированных денежными средствами, приобретались активы, за счет же смешанного финансирования и акций активы приобретались в 44% и 20% сделок соответственно.¹⁹

Анализ более 3 800 объявленных слияний с 1981 по 2000 г. показывает, что доля завершенных сделок в общем количестве объявленных с использованием 100% оплаты акциями всегда превышало количество завершенных сделок с оплатой 100% денежными средствами. Так, в среднем, за 20 лет количество завершенных слияний профинансированных исключительно акциями, составляло 42% от количества всех завершенных сделок, а начиная с 1990г. всегда минимум в 2 раза превосходило количество завершенных сделок, профинансированных 100% оплатой денежными средствами.²⁰

Данные другого исследования приводят статистику использования

¹⁸ Гейнц Денис, Габдрашитова Милена. Корпоративные облигации – новый счет // Валютный спекулянт. 2002. №6. Стр. 18-21.

¹⁹ Исследование выборки из 3864 сделок слияний и поглощений в Западной Европе в 1997-2000г. Mara Faccio, Ronald W. Masulis. Why is cash the preferred M&A currency in Europe? P.40 www.nd.edu/~finance/020601/news/Faccio.doc

²⁰ Данные исследования выборки 3 862 слияний в США за период 1981-2001гг.

оплаты акциями при попытках поглощений. Так, в среднем, за 1978-2000 г. 26% предложений о покупке предлагалось оплатить денежными средствами, 41% акциями и 32% смешанным способом, причем, начиная с 1991г., доля сделок, финансируемых исключительно деньгами, не превышала 30% стоимости сделок, доля финансируемых акциями сделок стабильно снижалась с 63% до 42%, а доля комбинированного финансирования соответственно росла с 21% до 32%.²¹

Однако данные исследований, связывающих успешность деятельности компаний после реорганизации и форму финансирования сделок, и подкрепленные статистическим материалом, показывают, что избыточная доходность акций компаний, совершивших слияние, финансируемое акциями, была отрицательной при положительной избыточной доходности акций компаний, слияние которых финансировалось денежными средствами²².

Подводя итог, можно утверждать, что, несмотря на эмпирические данные о более худших показателях деятельности компаний, приобретенных за счет оплаты акциями (в данном случае показатель успешности объединения характеризуется динамикой курса акций компании-покупателя или вновь возникшей компании) и относительно низкую долю количества сделок с использованием оплаты ценными бумагами, инструменты рынка ценных бумаг широко используются при финансировании наиболее крупных по объемам сделок. При этом акции, как правило, используются для слияний

²¹ Данные по исследованию выборки из 3 732 предложений о покупке в 1978-2000 гг. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? Ming Donga, David Hirshleiferb, Scott Richardsons, Siew Hong Teohd. 2003. Working papers <http://www.stern.nyu.edu/clb/hirshleifer.pdf>

²² Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний /Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.- 741 с.

и поглощения в форме покупки пакетов акций, в то время как финансирование денежными средствами осуществляется в форме приобретения активов.

Анализ же российской практики показывает, что инструменты фондового рынка для финансирования реорганизаций компаний практически не используются. Исключением можно считать несколько сделок при слияниях крупных компаний с развитым корпоративным управлением (ЮКОС-Сибнефть, ТНК-ВР²³, ОМЗ-Силовые машины²⁴). Реорганизация же мелких и средних компаний осуществляется в форме покупки контрольного пакета акций с оплатой денежными средствами.

О слабом применении ценных бумаг для финансирования реорганизации деятельности предприятий свидетельствуют следующие данные: в конце 90х годов более 95% акций являлись техническими и были направлены на цели распределения между собственниками под добавочный капитал, накопленный за счет переоценки основных фондов²⁵, что практически свидетельствует об отсутствии применения акций при реорганизациях. Последние данные свидетельствуют, что ситуация со слабым применением акций для финансирования деятельности предприятий значительно не поменялась - за 1 полугодие 2003г. объем инвестиций в основной капитал за счет эмиссий составил 1,1 млрд. руб. – или 0,2%

²³ Структура сделки предусматривает передачу российскими компаниями «Альфа-групп» и «Access/Ренова» в объединенную компанию ВР-ТНК Limited своего оффшора ТНК International со всеми его активами (97% акций ТНК и 59% акций НК ОНАКО), пакеты акций СИДАНКО, «РУССИА-петролеум», долю в ООО «Роспан Интернешнл». В совместную компанию ВР внесет 25% акций «СИДАНКО», 33% акций «РУСИА Петролеум», доли в проектах «Сахалин-4» и «Сахалин-5» и 75% акций компании, владеющей сетью бензозаправок в Москве. За 50% долю в новой компании ВР заплатит российским участникам 2,4 млрд. долл. 3,75 млрд. конвертируемыми облигациями ВР.

²⁴ Структура сделки предусматривает проведение ОМЗ дополнительной эмиссии акций и увеличение уставного капитала в 2 раза. Владельцы «Силовых машин» обменяют 100% своих акций на 50% акций ОМЗ. Сделка должна завершиться к осени 2004г.

²⁵ Миркин Я. Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.

совокупного объема инвестиций.²⁶

Специфика использования инструментов ценных бумаг для реорганизаций заключается в том, что эмиссия акций – не способ привлечения средств или финансирования реорганизаций, а *формальное отражение* действий по перегруппировке бизнеса (слияния, присоединения, выделения, учреждения дочерних обществ). Так, за 1 полугодие 2003г. из суммы финансовых вложений в акции и паи организаций на сумму 161,4 млрд. руб. вложения в дочерние и зависимые общества составляли 101,3 млрд.²⁷

²⁶ В поисках капитала // Экономика и жизнь. №3, 2004.

²⁷ В поисках капитала // Экономика и жизнь. №3, 2004.

ГЛАВА 2. ХАРАКТЕРИСТИКА РАЗЛИЧНЫХ ФОРМ РЕОРГАНИЗАЦИЙ

2.1 Слияния и поглощения

Как указывалось выше, различия между понятием слияния и поглощения достаточно условны.

В европейском праве, для слияний и поглощений используется термин «слияние» (merger), по смыслу охватывающий как корпоративные слияния, так и присоединения. Выделяются 2 формы слияний:

- путем присоединения («merger by acquisition»);
- путем образования новой компании («merger by formation of new company»).

В некоторых документах употребляется термин «концентрация» - более широкий чем «слияние», который относится к широкому спектру операций на рынке, результатом которых является сосредоточение контроля над компанией вне зависимости от конкретной правовой формы такого участия. Так под это определение попадает получение контроля над компанией с помощью покупки пакета акций или активов.

В праве США для объединения компаний (combination) используются термины «слияние» (merger) и «консолидация» (consolidation). При этом слияние определяется как объединение двух или более компаний, при котором только одна фирма продолжает действовать как юридическое лицо, а консолидация – объединение двух или более фирм с образованием совершенно новой фирмы и прекращением существования старых фирм. Однако экономическая сущность от использования разных терминов не

меняется, и на практике они считаются взаимозаменяемыми.²⁸

При приобретении компании используется тендерное предложение (tender offer) - одна компания предлагает выкупить акции другой по определенной цене, уже заручившись согласием менеджмента и совета директоров. Чтобы стимулировать продажу, цену покупки устанавливают обычно значительно выше текущей цены. Тендерные предложения широко используются при недружественных поглощениях.

Выделяют «двухъярусное предложение о приобретении» (two-tier offer), при котором первый ярус (уровень) представляет собой приобретение контрольного пакета по цене приобретения, большей, чем цена приобретения оставшихся акций (второго уровня).

Слияния и поглощения могут быть дружественными или враждебными. При дружественном поглощении менеджеры компании-цели способствуют поглощению и даже в некоторых случаях ищут покупателя. При враждебных поглощениях менеджмент компании-цели препятствует поглощению.²⁹

Также в литературе используется еще одна классификация слияний и поглощений:³⁰

- слияния в традиционном смысле (решение принимают менеджеры компании-цели, компания-покупатель получает контроль над 100% обыкновенных акций);

- межфирменные тендерные предложения – interfirm tender offers, public tender offers (решение принимают акционеры компании-цели, компания-

²⁸ Ван Хорн, Джеймс, Вахович, Джон, Основы финансового менеджмента, 11-е издание.: Пер. с английского – М.: Издательский дом "Вильямс", 2003, 992 с.

²⁹ См. классификации поглощений в Приложении 5.

³⁰ Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.

покупатель получает контроль не менее чем над 51% обыкновенных голосующих акций).



Традиционно по характеру интеграции в экономической науке выделяется 3 типа слияний и поглощений:³¹

Горизонтальные – объединение двух и более компаний, занимающих одинаковое положение на рынке, например, в случае приобретения одним предприятием предприятия конкурента. Цель – расширение доли рынка компании-покупателя, устранения конкурентов и укрупнение бизнеса для повышения его эффективности (например, слияние Exxon и Mobil в 1998г. на

³¹ Учебное пособие для подготовки к экзаменам на степень СПА

77,2 млрд. долл.).³²

Вертикальные – объединения предприятий, находящихся в рамках единой технологической цепочки производственного процесса. Здесь возможно либо расширение компанией-покупателем своего бизнеса на стадию вверх (слияния с поставщиком сырья), либо расширение бизнеса на стадию вниз (слияние с конечным потребителем).³³

Конгломератные – объединение компаний, занимающихся различными видами деятельности. Цель такого слияния – диверсификация операций, стабилизация прибыли, снижения риска зависимости от изменения деловой конъюнктуры. Выделяются слияния с выделением продуктовой линии (product line mergers), слияния с расширением рынка (market extension merger) и чисто конгломератные слияния без наличия общности объединяющихся субъектов хозяйственной деятельности. Для большинства конгломератов характерна частые покупка и продажа активов после реструктуризации деятельности.³⁴

2.2 Реорганизация в форме образования холдинговых структур

Расширение видов деятельности компании приводит к усложнению ее организационной структуры. В России вследствие естественных интеграционных процессов концентрации производства и капитала сложились определенные формы объединений коммерческих организаций, самой распространенной формой из которых являются холдинговые

³² В России примерами таких сделок можно считать приобретения «ЕвразХолдинга», «Мобильных Телесистем», «Вымпелкома», «Вимм-Билль-Данна».

³³ Большинство нефтяных компаний

³⁴ В России большое количество холдингов и финансово-промышленных групп построено по конгломератной модели: Холдинг «Интеррос», Group Menatep, АФК «Система», «Базовый элемент», «Альфа-групп», Холдинг «Access/Ренова»

компании или холдинги. В настоящее время холдинги функционируют на Западе практически во всех важнейших областях. Считается, что холдинговая форма организации финансового капитала подвижна и эффективна.

Холдинг представляет собой особый вид компании, которая создается для владения контрольными пакетами акций других компаний в целях контроля и управления их деятельностью. Классическая холдинговая компания, как правило, состоит из головной (материнской), дочерних и внучатых компаний. Дочерние компании обладают статусом самостоятельного юридического лица и организованы по типу обществ с ограниченной ответственностью. Нередко дочерние компании являются держателями контрольных пакетов акций подчиненных им внучатых подразделений.³⁵

Холдинговые компании создаются в результате:

- реорганизации крупных предприятий с выделением из их состава подразделений в качестве юридически самостоятельных предприятий;
- при объединении пакетов акций юридически самостоятельных предприятий;
- при учреждении новых акционерных обществ.

При формировании холдингов один из важнейших вопросов – разграничение функций между головной и дочерними компаниями. Стратегическое руководство осуществляется материнской компанией посредством выработки рекомендаций, распоряжений и директив, участия в наблюдательном совете дочерних обществ. Таким образом, отношения

³⁵ Кныш М.И. и др. Стратегическое управление корпорациями. – СПб.: КультИнформПресс, 2002. – 239 с.

подчиненности и контроля могут возникать в силу:

- владения основным обществом контрольным пакетом акций (долями в уставном капитале, паями) дочерних обществ;
- заключенного договора;
- иных обстоятельств (например, переплетения персонального состава членов органов управления основного и дочернего общества).

Целями создания дочерних структур в рамках холдинга являются:

- диверсификация деятельности компании;
- обособление высокоспециализированных лицензируемых видов деятельности;
- оптимизация структуры управления;
- налоговое и финансовое планирование;³⁶
- управление рисками;
- реализация специальных функций;
- развитие внешнеэкономической деятельности;
- возможность создания замкнутых технологических цепочек от добычи сырья до выпуска готовой продукции и доведение ее до потребителя.

По принципу построения любые холдинги, и российские, в том числе, можно классифицировать следующим образом:

- диверсифицированные («Интеррос», «Объединенные машиностроительные заводы»);
- вертикально-интегрированные - в отраслях со значительным числом технологических переделов (нефть, газ, химия, металлургия - большинство российских сырьевых компаний). При этом происходит выход базирующихся

³⁶ См. возможность использования автоматизированных информационных технологий в холдинговых структурах с применением программы Project Expert в Приложении 10.

в добывающих отраслях групп в технологически связанные сектора и в рентабельные сектора промышленности (например, металлургические компании поглощают машиностроительные и авиастроительные предприятия, нефтегазовые холдинги – химическую отрасль);

- горизонтально интегрированные;
- смешанные, т.е. одновременно вертикально интегрированные и диверсифицированные («Северсталь», «Ленстройматериалы»).

В зависимости от основания подчиненности дочерних обществ основному выделяются имущественный холдинг (отношения подчиненности складываются в силу преобладающего участия основного общества в уставном капитале дочерних обществ) и договорный холдинг (отношения подчиненности складываются в силу заключенного договора).

В зависимости от функций основного общества выделяют чистый холдинг (основное общество выполняет только контрольно-управленческие функции по руководству дочерними обществами) и смешанный холдинг (основное общество наряду с контрольно-управленческими функциями осуществляет самостоятельную предпринимательскую деятельность).

В настоящее время существуют 4 основных типа юридического оформления существующих холдингов:³⁷

- формально прозрачная структура собственности в холдинге (после перехода на единую акцию);
- центральной структурой холдинга является управляющая компания, учрежденная номинальными владельцами материнской холдинговой компании и получившая доверенность на управление активами;

³⁷ Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. – М.: Институт экономики переходного периода, 2002. 114 с.

- оболочечный холдинг, который фактически функционирует как единая структура с реальными управленческими полномочиями, но в котором ни контролирующий акционер, ни сама центральная компания не являются владельцами дочерних предприятий, которые выведены в не связанные юридически с холдингом структуры;

- группа, предусматривающая различные уровни вовлеченности участников.

Представляет интерес изучения выстраивания холдинговых объединений. Многие диверсифицированные корпорации были сформированы за счет размещения свободных денежных средств. В этом случае покупались наиболее перспективные бизнесы, или просто те предприятия, которые продавались в настоящий момент. Одной из главных целей являлось достижение устойчивости холдинга за счет создания бизнес-портфеля, сбалансированного с точки зрения жизненных циклов различных отраслей и подверженности влиянию рыночной конъюнктуры.

Большая часть вертикально интегрированных компаний была выстроена нефтяными компаниями, металлургами. Интеграция назад (в первые переделы), как правило, была необходима для защиты от монополизма поставщиков. Интеграция вперед объяснялась желанием увеличить добавленную стоимость, иными словами, получать большую норму прибыли.

Горизонтально интегрированные холдинги образовывались путем покупки конкурентов. В результате, увеличивается доля рынка, эффект масштаба приводит к снижению удельных издержек на разработки, производство и продвижение.

В настоящее время большое количество холдингов, сформированных

как конгломератные, действует в качестве фондов прямых инвестиций, используя схему: покупка – реорганизация – предпродажная подготовка – продажа.

В последнее время наметился процесс консолидации собственности холдинговых структур и формирование прозрачной структуры собственности с помощью перехода на единую акцию - процесса передачи акций одного акционерного общества в уставный капитал другого, взамен чего акционеры первого получают акции второго общества.³⁸ О таких планах, например, заявил холдинг «РусПромАвто», а «Силовые машины»³⁹ в преддверии слияния с «ОМЗ» осуществили такую процедуру.

2.3. Правовое регулирование процесса реорганизации

Основы правового регулирования реорганизации акционерных обществ в настоящее время осуществляются Гражданским Кодексом РФ, Федеральным законом «Об акционерных обществах» и Федеральным законом «О государственной регистрации юридических лиц». Особенности

³⁸ Жданов Д.В. Реорганизация акционерных обществ в Российской Федерации – М.: «Лекс-Книга», 2002. – 303 с.

³⁹ Концерн «Силовые машины» существует с 1998г. В него входят ОАО «Ленинградский металлический завод», завод ОАО «Электросила», Завод турбинных лопаток, Калужский турбинный завод и компания «Энергомашэкспорт».

Процесс структурной реорганизации концерна включал 2 этапа: 1) организация структуры собственности концерна в форме холдинга и создание холдинговой компании «Силовые машины»; 2) переход на единую акцию путем присоединения дочерних обществ к самой холдинговой компании, и создание единого юридического лица.

При реализации первого этапа к холдингу перешло владение 75% пакетами во всех предприятиях концерна, а также блокирующий пакет Калужского турбинного завода. Кроме решения проблем корпоративного управления реорганизация позволила объединить сбытовые и финансово-экономические службы дочерних предприятий холдинга в единую службу и сформировать на этой основе единую систему ценообразования.

На втором этапе ОАО ЛМЗ, ОАО ЗТД и ОАО «Электросила» были присоединены к ОАО «Силовые машины», что было подтверждено исключением данных лиц из единого государственного реестра юридических лиц. Большинство акционеров присоединяемых обществ решило конвертировать свои акции в ценные бумаги ОАО «Силовые машины». Присоединенные предприятия получили статус филиалов, положение о которых было утверждено советом директоров ОАО «Силовые машины».

Завершится процесс реорганизации «Силовых машин» должен обменом привилегированных акций (16,2% уставного капитала) на обыкновенные и процедурой слияния с «ОМЗ».

реорганизации акционерных обществ в сферах банковской, инвестиционной страховой деятельности и субъектов естественных монополий, более 25% которых закреплено в федеральной собственности, должны определяться отдельными федеральными законами.

Законодательно не определено определение реорганизации, однако названы 5 форм реорганизации: слияние, присоединение, выделение, разделение, преобразование.⁴⁰ По мнению большинства исследователей единственной общей чертой всех форм реорганизации является правопреемство, т.е. переход прав и обязанностей реорганизуемого юридического лица к его правопреемникам.⁴¹

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних.

Присоединением общества признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу.

Разделением общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам.

Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего.

Преобразовании юридического лица - изменении организационно-правовой формы.

Как правило, акционерные общества осуществляют реорганизацию в

⁴⁰ Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «Об акционерных обществах». Статьи 16-20.

⁴¹ Кардин. А. //Юридический мир. – 2003. -№ 8. С. 41-50.

добровольном порядке. Однако в некоторых случаях государство предусматривает обязательную реорганизацию, которая может происходить в форме выделения или разделения и осуществляться по решению уполномоченного антимонопольного государственного органа (раньше – МАП, теперь – Федеральная антимонопольная служба) или суда. Так, ФАС может выдавать предписание о принудительном разделении общества, либо о выделении из их состава одного или нескольких обществ, если они:

- занимают доминирующее положение на рынке
- систематически осуществляют монополистическую деятельность.

Инициатива проведения реорганизации исходит от совета директоров общества, вносящего соответствующий вопрос в повестку дня общего собрания акционеров, если иное не предусмотрено уставом. Принятие решения о проведении реорганизации относится исключительно к компетенции общего собрания акционеров и требует для утверждения большинства в $\frac{3}{4}$ голосов акционеров, принимающих участие в общем собрании акционеров. При этом по вопросу реорганизации участвуют в голосовании также и владельцы привилегированных акций. Также на собрании акционеров должны быть рассмотрены вопросы, имеющие непосредственное отношение к реорганизации: утверждение уставов обществ возникающих в процессе реорганизации, об установлении порядка конвертации акций реорганизуемого общества в акции его правопреемников, об утверждении договора о слиянии (присоединении), решение о разделении, выделении или преобразовании и документы, оформляющие правопреемство (передаточный акт или разделительный баланс).

Общим требованием к процедуре проведения всех форм реорганизации является обязанность уведомить о ней кредиторов общества не позднее 30

дней со дня принятия решения о реорганизации общества, а при реорганизации в форме слияния или присоединения – со дня принятия решения об этом последним из обществ, участвующих в слиянии или присоединении. При этом кредиторы в течение 30 дней после этого в праве потребовать от общества досрочного прекращения или исполнения обязательств и возмещения им убытков. Государственная регистрация обществ, созданных в результате реорганизации, и прекращение записи о деятельности реорганизованного общества осуществляется при наличии доказательства уведомления кредиторов.

Особенностью реорганизации акционерного общества является конвертация акций. Конвертация является формой выпуска (размещения) акций и представляет собой обмен акций реорганизуемого общества на акции его правопреемников, имеющий место при проведении всех форм реорганизации за исключением преобразования. Порядок размещения акций при реорганизации акционерных обществ регулируется Стандартами эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденных Постановлением ФКЦБ от 18.06.2003 № 03-30/пс.

Предусматриваются дополнительные гарантии защиты прав акционеров при проведении реорганизации в форме разделения или выделения, голосовавших против или не принимавших участие в голосовании по вопросу о реорганизации общества. Такие акционеры должны получить акции каждого общества, создаваемого в результате разделения или выделения, предоставляющие те же права, что и акции, принадлежащие ему в реорганизуемом обществе пропорционально числу принадлежащих ему акций этого общества.

В определенных случаях акции реорганизуемого общества не

конвертируются в акции его правопреемников и подлежат погашению. При слиянии акционерных обществ погашаются акции общества, принадлежащие другому обществу, участвующему в слиянии, а также собственные, принадлежащие участвующему в слиянии обществу. Аналогичная ситуация имеет место при реорганизации в форме присоединения, когда погашаются акции присоединяемого общества, принадлежащие обществу, к которому осуществляется присоединение, а также собственные акции, принадлежащие присоединяемому обществу. Также при реорганизации не подлежат конвертации акции акционерного общества, требование о выкупе которых предъявлено и которые в соответствии с законодательством должны быть выкуплены.

Конвертация акций не является единственным способом их размещения при реорганизации. При реорганизации в форме выделения предусмотрены такие способы размещения акций, как распределение среди акционеров реорганизуемого общества и приобретение акций создаваемого общества самим реорганизуемым обществом.

Необходимым этапом реорганизации акционерного общества является утверждение учредительных документов его правопреемников и формирования их органов управления. При проведении слияния и присоединения эти вопросы рассматриваются совместными собраниями обществ, участвующих в организации. При реорганизации в форме разделения и выделения решения по указанным вопросам принимаются общими собраниями акционеров каждого из создаваемых при реорганизации обществ, а при преобразовании – соответствующим органом создаваемого юридического лица.

Кратко этапы реорганизации общества, общие для всех форм

реорганизации, представлены ниже:

1. Предложение о реорганизации со стороны органов управления.

Проводится полный анализ коммерческих и правовых последствий реорганизации, обсуждаются условия реорганизации и исполнительных органами других юридических лиц, участвующих в реорганизации. Подготавливаются проекты основных документов, необходимых для реорганизации.

2. Одобрение Советом Директоров

3. Одобрение общим собранием

4. Конвертация акций

5. Государственная регистрация (нового юридического лица либо прекращение реорганизуемых обществ).

Юридическое лицо считается реорганизованным, за исключением случаев присоединения, с момента государственной регистрации вновь возникших юридических лиц. При реорганизации в форме присоединения к нему другого юридического лица первое из них считается реорганизованным с момента внесения в Единый государственный реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого в соответствии с передаточным актом.

В случае слияния права и обязанности каждого из реорганизованных обществ переходят к вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом. В случае присоединения юридического лица к другому к последнему права и обязанности переходят также в соответствии с разделительным балансом.

При разделении общества его права и обязанности переходят к вновь возникшим юридическим лицам в соответствии с разделительным балансом.

В случае выделения из состава юридического лица одного или нескольких к вновь возникшему лицу переходят права и обязанности реорганизованного юридического лица в соответствии с разделительным балансом.

При преобразовании одного юридического лица в другую организационно-правовую форму права и обязанности переходят в соответствии с передаточным актом.

Регулирование поглощений

Термин поглощение законодательно не закреплен, однако он определяется в Указе Президента РФ от 18.08.1996 «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера». Поглощение -

Порядок приобретения крупных пакетов акций регулируется Законом РСФСР от 22.03.1991 № 948-1 «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках». Так, согласно статьи 18, в следующих случаях требуется предварительное согласие антимонопольного органа на основании ходатайства:

- при приобретении акций, в результате которого покупатель сосредотачивает более 20% голосующих акций при суммарной стоимости активов обществ более 20 млн. руб. (200 тыс. МРОТ);

- при получении в собственность, пользование или владение основных производственных средств или нематериальных активов, если балансовая стоимость имущества превышает 10% балансовой стоимости основных средств или нематериальных активов при суммарной стоимости активов обществ более 20 млн. руб;

- приобретение прав, позволяющих определять условия ведения хозяйствующим субъектом его предпринимательской деятельности либо

осуществлять функции его исполнительного органа.

2.4. Механизм реорганизации в форме присоединения.

Способом размещения акций при присоединении является конвертация.

Общество может быть присоединено в процессе реорганизации без размещения дополнительных акций или с размещением. В первом случае общество должно иметь в своем распоряжении размещенные им акции в количестве, достаточном для конвертации в них акций присоединяемого общества. Во втором случае общество размещает дополнительные акции в количестве, необходимом для конвертации в них акций присоединяемого общества. При присоединении общества акции присоединяемого общества, выкупленные обществом по требованию акционеров, погашаются. Акции, подлежащие конвертации в акции реорганизуемого общества погашаются в момент конвертации.

Процесс реорганизации присоединяемого общества характеризуется следующими этапами:⁴²

Финансово-аналитическая часть

1. Инвентаризация имущества и имущественных прав ревизия обязательств общества, выявление всех его кредиторов и дебиторов
2. Разработка проекта передаточного акта
3. Регистрация прав на недвижимое имущество
4. Получение отчета независимого оценщика о рыночной стоимости акций общества

⁴² Глушецкий А.А. Курс лекций «Реорганизация акционерных обществ: организационно-правовые аспекты» - М.: Центр деловой информации еженедельника «Экономика и жизнь», 2004. – 55 с.

5. Определение советом директоров рыночной стоимости акций для целей их выкупа обществом по требованию акционеров.

6. Анализ возможных вариантов конвертаций акций присоединяемого общества в акции реорганизуемого

7. Составление сметы расходов, связанных с реорганизацией

Составление проектов документов

8. Разработка и предварительное утверждение советом директоров договора о присоединении

Договором о присоединении устанавливаются: типы выпускаемых акций; права владельцев акций; сроки и порядок обмена на них акций присоединяемого общества; соотношение типов и номинальных стоимостей выпускаемых акций, применяемое при обмене для всех типов ранее выпущенных акций каждого реорганизуемого общества.⁴³

9. Предварительное утверждение советом директоров передаточного акта.

10. Разработка проекта решения о выпуске ценных бумаг (в случае дробления или консолидации)

11. Принятия решения о созыве общего собрания акционеров

12. Раскрытие информации о решении о созыве общего собрания акционеров, утверждении его повестки дня, рыночной цены выкупаемых акций.

С момента проведения собрания акционеров присоединяемого и реорганизуемых обществ и заключения договора о присоединении проводятся следующие мероприятия:

⁴³ Указ Президента РФ от 18.08.1996 «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера»

- в срок не позднее 3 дней – уведомление налоговых органов о принятом решении о реорганизации

- в срок не позднее 5 дней – раскрытие информации о принятых решениях в случаях предусмотренных законодательством.⁴⁴

- в срок не позднее 30 дней – публикация в печатном издании, предназначенном для публикации данных о государственной регистрации юридических лиц, сообщения о принятом решении о реорганизации; письменное уведомление кредиторов о принятом решении о реорганизации.

- в срок не позднее 45 дней – выкуп обществом акций по требованию акционеров.

При дроблении (консолидации) акций проводятся следующие мероприятия:

- утверждение советом директоров решения о выпуске ценных бумаг
- регистрация выпуска ценных бумаг
- проведения в реестре дробления (консолидации)
- регистрация отчета о выпуске ценных бумаг

При конвертации акций присоединяемого общества в дополнительные акции реорганизуемого проводятся следующие мероприятия:

- утверждение советом директоров реорганизуемого общества решения о выпуске ценных бумаг, размещаемых путем конвертации в них акций присоединяемого общества;

- регистрация выпуска ценных бумаг реорганизуемым обществом;
- на день, предшествующий дате внесения в реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого общества составляется

⁴⁴ Постановление ФКЦБ России от 02.07.2003 № 03-32/пс «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»

заключительная бухгалтерская отчетность

- внесение в реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого общества

- раскрытие реорганизуемым обществом информации о существенных фактах

- внесение записей о конвертации акций в реестр реорганизуемого общества по данным реестра акционеров присоединяемого общества на дату его исключения из реестра юридических лиц

- уведомление ФКЦБ об аннулировании всех выпусков акций присоединяемого общества;

- регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг реорганизованного общества;

- внесение в устав реорганизованного общества сведений, отражающих изменение уставного капитала.

Если конвертация акций присоединяемого общества проводилась в акции реорганизуемого общества, находящиеся в его распоряжении, то выполняются следующие мероприятия:

- принятие уполномоченным органом реорганизуемого общества решения о приобретении части акций для целей их реализации новым владельцам

- проведение процедур приобретения обществом части своих акций

- на день, предшествующий дате внесения в реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого общества составляется

заключительная бухгалтерская отчетность

- внесение в реестр юридических лиц записи о прекращении деятельности присоединяемого общества

- раскрытие реорганизуемым обществом информации о существенных фактах
- внесение записей о конвертации акций в реестр реорганизуемого общества по данным реестра акционеров присоединяемого общества на дату его исключения из реестра юридических лиц
- уведомление ФКЦБ об аннулировании всех выпусков акций присоединяемого общества
- внесение в устав реорганизованного общества сведений, отражающих изменение уставного капитала.

2.5. Западная практика использования механизмов реорганизаций и их возможность применения в России: LBO и обратное поглощение.

LBO – выкуп долговым финансированием, при помощи которого открытая компания преобразуется в частную. Суть сделки заключается в том, что поглощение производится на заемные деньги. Причем займы погашаются за счет доходов от деятельности самого поглощенного актива. Обычно при LBO инициаторы сделки вкладывают около 10% общего объема средств наличными, и эти средства становятся основой акционерного капитала новой компании. Менеджеры получают опционы на акции, которые в будущем обеспечат увеличение их пакета в случае успешного развития компании.

Компания-покупатель является новой компанией, создаваемой специально для проведения выкупа (предыдущая операционная деятельность отсутствует). Средства привлекаются за счет обеспеченного банковского кредита (обеспечением служат активы выкупаемой компании) и выпуска «бросовых» («мусорных») облигаций. После выкупа компании компания-

покупатель и компания-цель обычно объединяются. Для погашения долга некоторые активы или отдельные подразделения компании распродаются. По прошествии нескольких лет акции компании возвращаются на открытый фондовый рынок (reverse leveraged buy-out, RLBO).⁴⁵

Основным мотивом для LBO является вера покупателей в возможность значительного повышения рыночной стоимости компании в результате реструктуризации, пересмотра рыночной стратегии, значительного роста операционной эффективности. LBO оказал значительное влияние на активизацию сделок слияний и поглощений в 80-90гг в США.

В 2003г. о проведении первой сделки LBO на российском рынке заявил «ВЭБ-Инвест банк», который профинансировал покупку группой «Ленстро» ОАО «Ленинградский комбинат хлебопродуктов им. Кирова». (ЛКХП)

Группа «Ленстро» организовала скупку акций ЛКХП у трудового коллектива, которое также пытался скупить концерн «Агрос». Свободных денег у «Ленстро» не было и в течение нескольких дней в мае 2003г. «ВЭБ-Инвест банк» предоставил головной структуре «Ленстро» - Петербургскому мельничному комбинату - вексельный заем на 400 млн. руб. На эти средства брокерская компания «Ленстройматериалы» организовала поглощение ЛКХП, организовав скупку акций у трудового коллектива. Выкуп предприятия таким образом прошел с использованием долгового финансирования. После фактического завершения выкупа на вторичный рынок были выведены векселя и подготовлен информационный меморандум по займу. Вексельный заем, размещенный весной, был погашен осенью.

⁴⁵ Исследования, проведенные в США, показывают, что до LBO финансовый рычаг (отношение привлеченных средств к капиталу) компаний-целей составлял 78%. После LBO уровень рычага повышался до 1415%, но уже через 2 года опускался до 376%, а к моменту вторичного IPO не превышал 150%.

Источник: Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. –

Также сделками, которые с большой долей условности можно отнести к LBO, были покупка банком «Еврофинанс» 49% акций «Газпром-медиа» и выкуп АФК «Система» у Deutsche Telekom пакета акции «МТС» («Система» для этого специально выпустила облигации).

И хотя данную сделку трудно отнести к LBO в чистом виде, так как в ее структуре не присутствуют вышеперечисленные обязательные характеристики таких сделок, она является максимально приближенной по сути из российских сделок к LBO. В настоящее время в России проводятся единичные сделки, напоминающие LBO. Однако эксперты утверждают, что спрос на такие услуги инвестиционных банков есть и их рост произойдет через 1-2 года.⁴⁶ Важным фактором, способствующим расширению сделок LBO будет являться снижение процентных ставок с ростом сроков кредитных ресурсов.

Обратное поглощение (Reverse acquisition).

Данный способ реорганизации позволяет привлечь средства с помощью выхода на западные рынки.

Механизм заключается в том, что компания выходит на фондовый рынок, поглотив уже существующую компанию, акции которой находятся в листинге какой-нибудь биржевой площадки или внебиржевого рынка. Такой способ широко распространен и используется преимущественно компаниями развивающихся стран.

Необходимым элементом для проведения обратных поглощений является наличие корпорации-оболочки, или шелл-корпорации (shell), которая является фактически пустой структурой без серьезного бизнеса. Ее текущая деятельность ограничивается минимальным набором операций,

⁴⁶ Волчков Александр, Сергеев Николай Выкуп доли //Ведомости. 06.04.2004. Стр. 7.

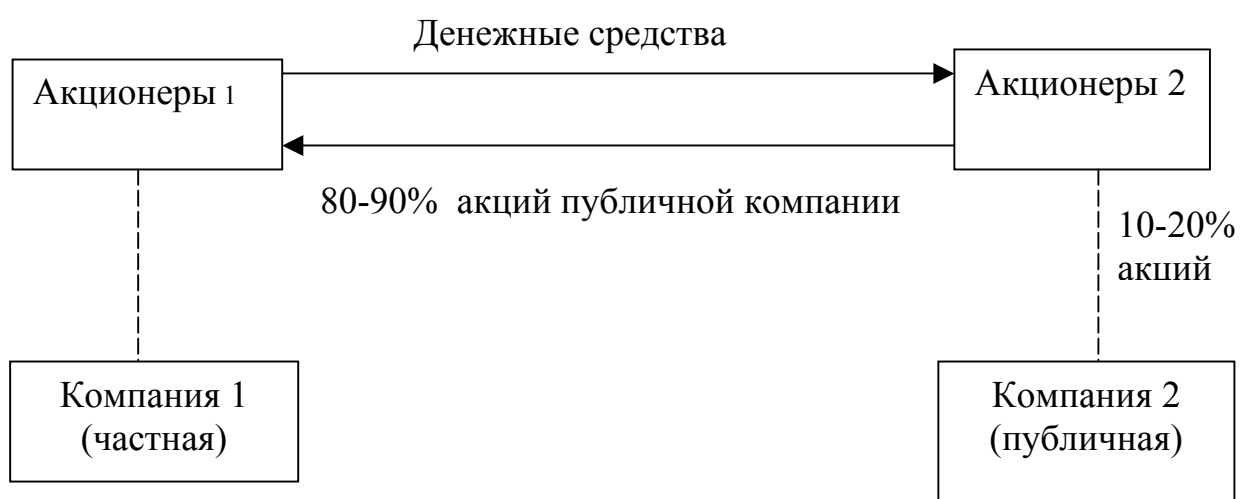
позволяющих ей оставаться в листинге биржевой площадки. Такая компания создана как правило для таких целей, и ее преимуществом является наличие некоторой биржевой истории.

Механизм проведения операции выглядит следующим образом. Акционеры выбранной корпорации-оболочки проводят дополнительное частное размещения акций (private placement), в результате которого контрольный пакет приобретается российской компанией (около 85-90%). Как инвестор российская компаний в сделке не участвует – для этого используется специально организованная в США компания.

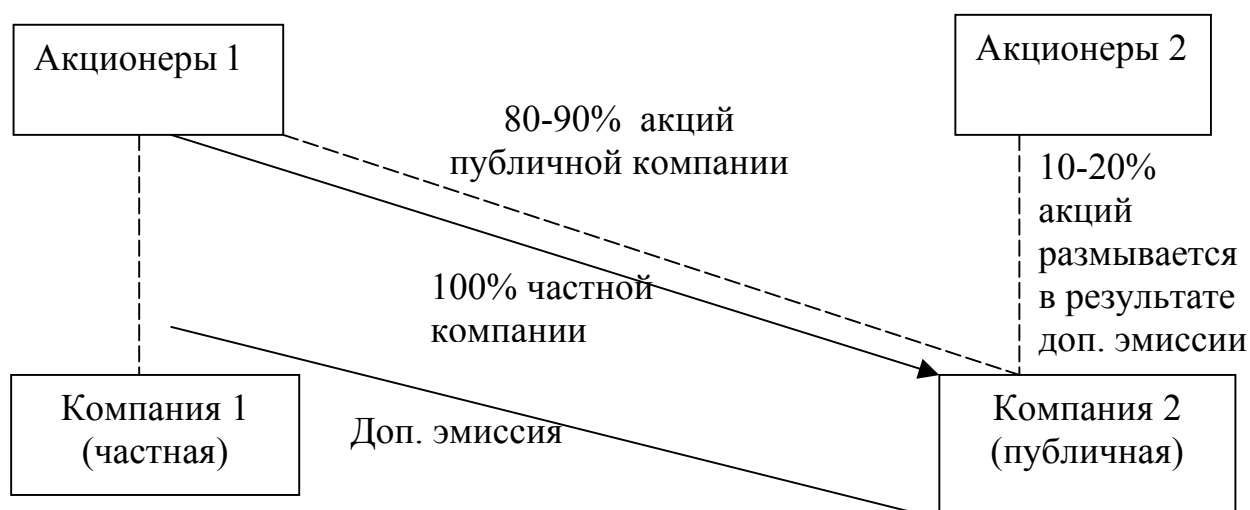
После этого корпорация оболочка, поменяв совет директоров и, как правило, название, путем обмена акций по номиналу приобретает российскую компанию, которой владеют акционеры шелл-корпорации.

Компания начинает раскручиваться на бирже в результате чего повышается капитализация. После этого шелл-корпорация привлекает дополнительное финансирование и доля контрольных акционеров снижается.

1 стадия. Поглощение (acquisition)



2 стадия. Слияние (Vend-in)



Далее к корпорации присоединяется дополнительный актив акционеров, в результате чего доля контрольных акционеров вновь повышается до 90-95%.

Достоинством данной формы является ее относительная дешевизна и быстрота проведения: операция занимает 3-6 месяцев и стоит 300-400 тыс. долл. Обратное поглощение подходит преимущественно средним компаниям с годовым оборотом до 200 млн. долл., которые не могут позволить себе выпуск ADR. Повышение ликвидности акций компаний позволяет акционерам продавать малые пакеты в 1-2%, что практически невозможно на российском фондовом рынке, где малые пакеты неликвидны.

При этом значительно расширяется круг инвесторов, т.к. они вкладывают средства в акции американской компании. Акции публичной компании могут использоваться в качестве средства оплаты для финансирования слияний и поглощений при приобретении других предприятий.

Недостатком данной формы привлечения финансирования является то, что корпорации-оболочки имеют листинг, как правило, на периферийных

биржевых площадках. (Over the Counter Bulletin Board в США и AIM в Великобритании). Однако в дальнейшем возможен переход на крупный биржевые площадки при относительно небольших затратах.

Пока известен лишь один пример удачного выхода на американский внебиржевой рынок российской компании методом обратного поглощения. В 2000г. на рынок вышла небольшая нефтяная компания ЗАО «Голойл», выбрав в качестве шелл-корпорации Teton Petroleum. Компании удалось привлечь 9 млн. долл на OTC BB. В настоящее время акции компании торгуются на AMEX и имеют листинг на Франкфуртской бирже.

Можно предположить что данный механизм станет популярен среди молодых и быстро растущих российских компаний, что объясняется невысокими требованиями к компаниям – 2-3 млн. долл. выручки и высокая динамика роста.

ГЛАВА 3. РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА ПРИ РЕОРГАНИЗАЦИЯХ

3.1 Количественные и структурные характеристики рынка корпоративного контроля России, тенденции развития.

В настоящее время в России наблюдается быстрое развитие процессов реорганизации в связи с активизацией процессов экспансии крупнейших групп (холдингов), что выражается в росте рынка слияний и поглощений.

2003 год оказался рекордным за последние 5 лет как по объему сделок, так и по их количеству, что идет в разрез с общемировой тенденцией – активность заключенных в мире сделок слияний поглощений падает.⁴⁷ По данным различных источников объем рынка сделок слияний и поглощений в России составил от 10 млрд. долл. до 30 млрд. долл. по разным методикам подсчета.⁴⁸

По сравнению с 1999г. общая стоимость сделок увеличилась в 7 раз, по сравнению с 2002г – в 2 раза (без учета сделки ТНК-ВР), средняя стоимость сделки составила 25 млн. долл. Общее количество сделок по сравнению с 1999г. возросло в 4 раза, а прирост по сравнению с 2002г. – около 30%. На долю внутрироссийских сделок пришлось 2/3, причем число поглощений

⁴⁷ Ткачук Т., Обухова Н., Дицман Н. Пребольшой бизнес // Секрет фирмы 2004. №1.

⁴⁸ По данным Thomson Financial Россия за 9 месяцев 2003г. заняла 5-е место в Европе по совокупному объему слияний и поглощений. При этом показатель денежного выражения сделок вырос в 5 раз до 30,4 млрд. долл.

12 млрд. долл. – в такую сумму оценивается компанией Ernst&Young объем сделок по слиянию и поглощению, совершенных на российском рынке за 9 месяцев 2003г. (данные не учитывают сделки или их часть, где стороны обменивались активами)

Стоимость сделок возросла с 7,5 млрд. долл. в 2002г. до 23,7 млрд. долл. в 2003г. по данным PricewaterhouseCoopers при количестве сделок 436.

⁴⁸ Из них 86% инвестиций по приобретению активов относилось к отечественному рынку. Без учета двух крупнейших сделок по объединению ТНК-ВР и ЮКОС-Сибнефть рынок сделок корпоративного контроля оценивается в 14 млрд. долл. при средней стоимости сделки 33 млн. долл.

иностранных компаний российскими превысило обратный процесс.⁴⁹

Основными направлениями инвестиций российских компаний пришлись на страны СНГ и восточную Европу.

Таблица 1. Завершенные сделки слияний и поглощений в России в 2002-2003 гг.

	1999		2000		2001		2002		2003	
	объем, млн долл.	число сделок	объем, млн долл.	число сделок	объем, млн долл.	число сделок	объем, млн долл.	число сделок	объем, млн долл.	число сделок
Внутрироссийские слияния и поглощения	1203,8	75	508,3	134	1899,3	199	2578,9	217	6668	308
Поглощения российских компаний иностранными	167,2	33	2111,9	60	1318,6	43	1825,8	41	2455	53
Поглощение иностранных компаний российскими	6,9	11	105,7	17	463,6	25	504,4	33	975	45
Всего слияний и поглощений	1377,9	119	2725,9	211	3681,5	267	4909,1	291	10098	406

Рост активности на рынке слияний и поглощений объясняется тенденцией высокой концентрации собственности в крупнейших российских холдингах в рамках реструктуризации и диверсификации их деятельности и формирования структур конгломератного типа. Однако многие компании достигли потолка роста за счет внутренних ресурсов и пытаются расширять деятельность за счет внешних – покупая новые предприятия.

Кроме того, в настоящее время активно происходит процесс реструктуризации путем проведения реорганизационных процедур крупных предприятий в области энергетики, связи, железнодорожного транспорта.

⁴⁹ Сделки, завершенные до 2 декабря 2003 г., без учета приватизационных сделок. Для 2003 г. – без сделок ТНК-ВР и «ЮКОС»–«Сибнефть». С учетом сделки ВР-ТНК объем сделок в 2003 г. следует скорректировать на 7,7 млрд долл. (или на долю «живых» денег – 2,6 млрд долл.). *Источник: Dealogic 2002–2003; KPMG.*

Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 25) Раздел 4.2. Тенденции и динамика слияний и поглощений. Развитие реорганизационных процессов // Институт экономики переходного периода. С. 340-356. <http://www.iet.ru/trend/2003/>

Таблица 2. Крупнейшие сделки слияний и поглощений в России в 2002-2003 гг.

Тип сделок	2002			2003			Темп роста, %	
	Стоимость сделок, млн. долл. США	%	Кол-во сделок	Стоимость сделок, млн. долл. США	%	Кол-во сделок	Стоимость сделок	Кол-во сделок
Сделки на внутреннем рынке (без сделки Юкос-Сибнефть)	2 579	53	217	6 668	17	308	159	42
Сделка Юкос-Сибнефть				21 732	55	1	-	-
Поглощение российских компаний иностранными (без сделки ВР-Т НК)	1 826	37	41	2 455	6	53	34	29
Сделка ВР-ТНК				7 700	19	1	-	-
Поглощение иностранных компаний российскими	504	10	33	975	2	45	93	36
Предварительный итог по сделкам (без сделок Юкос-Сибнефть и ВР-ТНК)	4 909	100	291	10 098	26	406	106	40
Всего по сделкам	4 909	100	291	39 530	100	408	705	40
Средняя стоимость сделки (без сделок Юкос-Сибнефть и ВР-ТНК)	17			25			47	

Источник: Dealogic 2003, анализ КПМГ. В отчете учитываются все сделки, завершённые до 2 декабря 2003 года. Сделки по приватизации не рассматриваются

Отраслевая структура сделок по слияниям и поглощениям в России представлена ниже. В целом она далека от мировой практики: около половины от общего объема сделок относится к укрупнениям компаний в сырьевых отраслях (63%), редки слияний в секторе финансов и страхования, химии и фармацевтики.

Таблица 3. Отраслевая структура рынка слияний и поглощений.

Отрасль	Россия						Мир в целом	
	1999	2000	2001	2002	2003	2003*	2002	2003*
Полезные ископаемые	53%	4%	49%	25%	83%	63%	7%	5%
Промышленное производство	1%	55%	6%	34%	6%	14%	8%	8%
Телекоммуникации	2%	14%	9%	7%	5%	11%	11%	12%
Транспорт	0%	0%	4%	1%	2%	4%	4%	4%
Коммунальные услуги	27%	1%	0%	3%	1%	2%	5%	5%
Пищевая, легкая и деревообработы	4%	15%	2%	10%	1%	2%	4%	4%
Финансы и страхование	0%	0%	2%	4%	1%	2%	20%	21%

Химия и фармацевтика	4%	5%	20%	1%	0%	1%	11%	12%
СМИ и программные продукты	0%	2%	0%	14%	0%	0%	5%	5%
Другие	9%	5%	8%	1%	1%	2%	25%	25%
Всего	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

* Без сделки Юкос-Сибнефть.

Источник: Dealogic 2003, анализ КПМГ. В отчете учитываются все сделки, завершённые до 2 декабря 2003 года. Сделки по приватизации не рассматриваются

Таблица 4. Слияния и поглощения по видам, январь-сентябрь 2003,%

	Конгломератное	Вертикальное	Горизонтальное
Доля в совокупном объеме сделок, без нефтяного сектора	10-15	20-25	65-70
Доля в общем количестве сделок	2-25	25-30	50-55

Источник: M&A Appraisal.

Динамика количества рассмотренных уведомлений и ходатайств в соответствии с требованиями статей 17 и 18 Закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» представлена ниже:

Таблица 5. Динамика количество уведомлений и ходатайств в 1998-2002гг.

	Количество уведомлений и ходатайств		Удельный вес в суммарном количестве заявлений по статьям 17 и 18, %	
	по статье 17	по статье 18	по статье 17	по статье 18
1998	2485	4417	36,0	64,0
1999	2936	7315	28,6	71,4
2000	3882	12092	24,3	75,7
2001	4827	16165	23,0	77,0
2002	4371	19659	18,2	81,8

Источник: данные МАП России.

Таблица 6. Структура ходатайств, рассмотренных МАП в 2002–2003 гг.

Виды ходатайств	2002		2003	
	количество	доля	количество	доля
Приобретение акций (долей)	7813	71,2%	8880	71,0%
Получение основных производственных средств или нематериальных активов	1901	17,3%	2144	17,1%
Слияния и присоединения коммерческих организаций	500	4,6%	539	4,3%
Прочие	763	7,0%	951	7,6%
Итого	10977	100%	12514	100%

Источник: данные МАП России, расчеты ИЭПП.

По данным таблицы видно, что слияний и присоединений, происходящих как реорганизация, в России крайне мало. Фактически слияния происходят через покупку акций или активов (пример – попытка слияния ЮКОСа с Сибнефтью).⁵⁰ По данным МАПа, число ходатайств о приобретении акций и активов почти в 20 раз больше, чем ходатайств о слиянии и присоединении коммерческих организаций, причем ходатайства касаются в основном государственных унитарных предприятий – их количество сокращается путем укрупнения. Так, по данным МАП, всего в 2003г. было рассмотрено 539 ходатайств о слиянии и присоединении коммерческих организаций, что на 10% больше показателя 2002 года. Всего же антимонопольным органом по реорганизации было рассмотрено 8 880 ходатайств о приобретении акций и долей в уставном капитале и 2 144 ходатайства о приобретении активов, что превысило показатель прошлого года.

К основным тенденциям рынка слияний и поглощений можно отнести увеличения международных сделок с участием российских компаний (совершение сделок через иностранные холдинги с применением иностранного права) и рост рынка слияний и поглощений за счет приватизационных сделок.

Среди позитивных характеристик сделок рынка слияний и поглощений можно отметить снижение операций с использованием преднамеренного банкротства, размывания акционерного капитала и силовых захватов. Все чаще используется практика и технология развитых западных стран, приглашаются профессиональные консультанты.

⁵⁰ Одна из причин – это то, что законодательство предполагает соблюдение интересов кредиторов при реорганизации. Поэтому предпочитают операции купли-продажи контрольных пакетов акций.

3.2. Особенности процессов реорганизации в России

Можно выделить следующие особенности процессов слияний и поглощений:⁵¹

Первая особенность связана с различиями в причинах данных процессов. Активизация слияний и поглощения не связана со стадиями экономического развития – скорее обуславливается всё еще таким действующим фактором как постприватизационное перераспределение собственности и экспансия крупных групп. Процесс слияний и поглощений происходит преимущественно спонтанно. Во многих отраслях не проведены институциональные реформы – структура предприятий остается на уровне плановой экономики.

Вторая особенность обусловлена спецификой российского фондового рынка. Рынок ценных бумаг с самого начала развивался в России как рынок корпоративного контроля. На нем характерны низкие объемы портфельных инвестиций и высокие масштабы выкупа акций с целью передела собственности, причем без участия организованного фондового рынка. Поэтому рыночная цена акций на вторичном рынке не имеет существенного значения (за исключением объединения крупнейших отечественных компаний).

Третья особенность связана со структурой собственности российских компаний. Согласно данным проведенных исследований, в России оптовая структура собственности с держанием крупных пакетов акций.⁵² Как следствие - сравнительно высокое требование к доле подконтрольного

⁵¹ Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. – М.: Институт экономики переходного периода, 2002. 114 с.

⁵² См. Миркин Я. Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблшер, 2002. – 624 с.

акционерного капитала (в идеале – до 100%). Зачастую считается предпочтительней неформальный контроль за предприятием через контроль финансовых потоков, давальческие схемы и т.п., чем юридическое оформление слияния или поглощения. До недавнего времени значительная доля сделок по реорганизации проводилась не для оптимизации деятельности компании, а для вывода из нее денежных потоков.

Миноритарии играют пассивную роль в управлении компаниями и не могут выступать полноценными участниками рынка корпоративного контроля.

Четвертая особенность касается форм слияний и поглощений. Как правило, отсутствуют равноправные слияния. Финансирование сделок производится за счет собственных средств акционеров. Из форм оплаты наибольшее распространение получила оплата наличными средствами или векселями, а не акциями. Характерной особенностью является нераспространенность добровольных дружеских слияний и поглощений, преобладают жесткие поглощения с использованием административного ресурса и схем банкротства.

Приобретение предприятий часто проводилось по внеэкономическим мотивам. Например, при приобретении значимого для региона или градообразующего предприятия новые собственники получали рычаг политического воздействия на местные и региональные власти.

Пятая особенность касается форм проведения сделок. Редко встречаются сложные схемы по реорганизации существующих бизнесов. На практике, как правило, вся сложность принятия решения о сделке связана с построением схемы, позволяющих избежать требований законодательства о конкуренции либо корпоративного законодательства о заинтересованности

сделок. Для этого используются оффшорные структуры либо посреднические компании, позволяющие скрыть истинных покупателей.

Как правило, при структурировании операций первоначальный выбор стоит между двумя видами операций: приобретение всего бизнеса (через покупку всех акций или реорганизацию) либо приобретение отдельных активов. Одним из определяющих факторов при выборе является фактор вопросов налогообложения.⁵³

Типичной в российской практике является ситуация, когда по сути сделка является слиянием (присоединением), но оформляется не в соответствии с требованиями, предъявляемыми к реорганизации, а как покупка акций и активов. Это объясняется желанием контрагентов, во-первых, обойти необходимые при реорганизации процедуры (договор реорганизации, порядок конвертации, передаточный акт, созыв общего собрания акционеров, согласование в МАП), во-вторых, лишить кредиторов права требования досрочного исполнения обязательств.

При структурировании сделок по реорганизации руководствуются не столько экономическими критериями, сколько вопросами действительности и защиты приобретаемых прав собственности. Одно из обязательств – уведомление кредиторов и предоставление им права требовать досрочного погашения убытков – делают объединения, проводимые как слияния и присоединения непопулярными.

Основная часть активов перераспределяется вне фондового рынка. По

⁵³ Приобретение акций для целей налогообложения не влечет за собой дополнительного налогообложения до момента их последующего отчуждения, при этом объектом налогообложения будет признаваться разница между ценой приобретения и ценой последующей продажи. Аналогично при реорганизации – передача имущества освобождается от налогообложения.

В отличие от приобретения всего бизнеса, покупка актива приводит к налогообложению налогом на прибыль и НДС. С учетом этого продажа актива может быть структурирована как выделение существующего актива в уставный капитал создаваемой дочерней компании с ее последующей продажей инициатору сделки.

данным исследований с середины 90-х годов за год в среднем на 6-8% предприятий менялись основные собственники.⁵⁴ Российская особенность рынка корпоративного контроля заключается в том, что одной из распространенных форм сделок на рынке корпоративного контроля является внесение активов, в том числе пакетов акций одной компании, в уставный капитал другой. Такая форма как реорганизация, применяется редко. Это связано с тем, что реорганизация требует достаточно большого количества административных действий и связана с высокими рисками правового характера.

Практика МАПа и арбитражных судов свидетельствует, что законодательство о слиянии и присоединении акционерных обществ неэффективно, плохо отрегулированы вопросы приобретения крупных пакетов акций. Фактически действующее законодательство препятствует реорганизации. Имеющиеся в законодательстве пробелы и противоречия ведут к тому, что любая реорганизация, проводимая в настоящее время, несет в себе риск быть признанной незаконной.⁵⁵

Серьезной проблемой для развития процессов реорганизаций является несовершенство антимонопольного законодательства. Существующий сейчас порог (20 млн. руб.) делает неэффективным и трудоемким надзор за проводимыми сделками по реорганизации. Кроме того, известно, что требования о надзоре со стороны компаний легко обходятся с помощью формально независимых акционеров или более сложных схем.

Однако, в сфере антимонопольного регулирования наметилась либерализация режима надзора за сделками. МАП (теперь Федеральная

⁵⁴ Александрова А. Одна статья на все случаи поглощений Бюро правовой информации от 21.10.2003 <http://www.bpi.ru>

⁵⁵ Итоги 2003 года //Журнал для акционеров. 2004. №1. Стр. 3-6

антимонопольная служба) и Министерство экономического развития и торговли предложил повысить в 150 раз порог стоимости активов участвующих в слиянии или присоединении обществ, требующий предварительного согласия антимонопольного органа, до 3 млрд. руб. Сделках стоимость от 200 млн. руб. до 3 млрд. руб. должны носить уведомительный характер с правом антимонопольного органа в течение 3 месяце запретить сделку. Сделки стоимостью до 200 млн. должны носить уведомительный характер (после совершения).

Также планируется отменить процентный барьер, требующий разрешения антимонопольного органа, при покупке акций. При приобретении доли свыше 25% контроль должен осуществляться в полной мере, до 20% он отсутствует, а от 20% до 25% - является упрощенным. При любом увеличении доли уже существующего акционера в размере более 50% акций до 65% или свыше 75% имеет смысл только уведомительный режим.

Хотя российские правила реорганизации принципиально не отличаются от зарубежных, однако недоработка законов о приватизации, об акционерных обществах, рынке ценных бумаг, несовершенство судебной системы открывают широкие возможности для манипулирования и использования незаконных механизмов на рынке корпоративного контроля. Изобретаются схемы, формально не являющиеся реорганизацией, но позволяющие добиться нужного результата без сложных юридических процедур. В будущем для решения проблем, связанных с процессами реорганизации, необходимо комплексное решение вопросов по следующим направлениям:⁵⁶

⁵⁶ Данные рекомендации приводятся Институтом экономики переходного периода. Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы

- установление законодательное определение единого перечня категорий лиц, чьи права должны быть гарантированы при реорганизации акционерных обществ (в качестве дополнения в ГК РФ либо в виде раздела специального закона о реорганизации);

- развитие и детализация правовых механизмов, обеспечивающих защиту прав миноритарных акционеров при поглощении (публичная оферта, право принятия решений, «справедливая цена» и др.);

- защита прав миноритарных акционеров, возражающих против реорганизации;

- определение условий, при которых лицо, установившее определенный порог контроля в процессе поглощения, вправе завершить консолидацию, невзирая на сопротивление менеджеров и миноритарных акционеров (аннулирование защитных механизмов, скупка остающихся акций и др.);

- введение ряда правил конвертации акций (долей участия), которые должны исключить возможность «размывания», «выдавливания» и других способов злоупотребления крупными участниками своей возможностью определять условия реорганизации;

- развитие нормативного регулирования сделок с долговыми обязательствами (в настоящее время существует возможность снижения стоимости сделки по получению контроля посредством покупки долговых обязательств и сохранения «инкогнито»);

- развитие норм (требований) раскрытия информации о процедуре слияния или поглощения;

-обеспечение оптимального уровня прозрачности структуры

(Выпуск 25) Раздел 4.2. Тенденции и динамика слияний и поглощений. Развитие реорганизационных процессов // Институт экономики переходного периода. С. 340-356. <http://www.iet.ru/trend/2003/>

собственности и изменений в структуре собственности;

- дальнейшее совершенствование норм, регулирующих особенности эмиссии и конвертации ценных бумаг;

- изменения в законодательстве о регистраторской и депозитарной деятельности, направленные на защиту прав собственности на акции;

- дальнейшая детализация и уточнение принципов налогообложения хозяйственных операций в рамках реорганизации (закон РФ «О налоге на операции с ценными бумагами») с учетом конкретных стратегических задач государственного регулирования и существующей мировой практики стимулирования/ограничения данных процессов;

- обеспечение координации со стороны регулирующих органов (непротиворечивость ведомственных актов, единая система контроля и др.);

- обеспечение «прозрачности» судебной практики и ответственности судебных решений при разрешении споров, возникающих в процессе слияний и поглощений.

3.3. Использование инструментов фондового рынка в корпоративных конфликтах.

Наиболее цивилизованным способом перераспределения собственности в рыночной экономике считается сделки корпоративного контроля – слияния и поглощения. Однако в отличие от традиционных форм слияний и поглощений с достаточно высокой долей добровольных (дружественных) слияний, в России они практически всегда носят жесткий, вынужденный характер. Эксперты считают, что $\frac{3}{4}$ российских слияний

происходит путем враждебного поглощения.⁵⁷ Объяснением этому служит тот факт, что при относительно небольших затратах порядка 0,5 млн. долл. можно захватить бизнес стоимостью в 10 раз больше.

Наиболее распространенными формами поглощения на российском рынке являются:

1) скупка акций у миноритарных акционеров - один из наиболее распространенных способов. Низкая ликвидность фондового рынка, отсутствие публичных котировок акций, незначительные дивиденды позволяют дешево скупать акции у владельцев.

2) скупка долговых обязательств предприятий, использование механизма банкротства. По высказываниям руководителей ФСФО около трети всех банкротств в России приходилось на «заказные» банкротства, примерно треть кредиторов была заинтересована не в получении денег, а в смене собственника.⁵⁸ После принятия в 2002 г. нового закона количество таких случаев сокращается.

3) использование несовершенства судебных процедур, зачастую выносятся противоположные решения судов

4) использование решений судов для признания ранее осуществленных сделок (выпусков ценных бумаг) недействительными, для ограничения прав по голосованию или владению пакетами акций, проведению общих собраний, назначению арбитражных управляющих. Особенно широко распространено использование ошибок эмитентов при регистрации итогов выпусков ценных бумаг. При многих эмиссиях зачастую нарушаются права миноритариев,

⁵⁷ Плешакова Ольга. Слитно и безраздельно // Коммерсант, №21 06.02.2004

⁵⁸ Бурмистрова Татьяна, Карелин Андрей. Банкротства в современной России. //Право и экономика. 2004 №3. Стр. 7-17.

вследствие чего они могут быть признаны недействительными.

5) списание с реестра акций и их передача через ряд сделок «добросовестному покупателю»

6) дополнительная эмиссия акций для размывание доли неугодных акционеров - готовится решение общего собрания акционеров о размещении дополнительных акций по закрытой подписке. Для нейтрализации владельцев компании-цели как правило подается иск в суд и акции ответчика временно арестовывают. После проведения совета директоров доля старых владельцев резко сокращается

7) реорганизация путем выделения. При этой схеме в ходе реорганизации происходит отделение ликвидных активов и пассивов от неликвидных и их вывод под контроль вновь созданной компании. На предприятии-должнике остаются убытки, практически нереальная к взысканию дебиторская задолженность и долги перед бюджетом.⁵⁹

8) проведение двойного совета акционеров – здесь адекватных способов защиты практически не существует, наиболее уязвимый для законных собственников метод.

9) лоббирование конкретных сделок с пакетами акций, остающихся у федеральных и региональных властей.

Методы защиты от враждебных поглощений

Широко известны меры защиты предлагаемые в западной экономической литературе. Традиционно предлагаются методы разделения

⁵⁹ Пример. Вывод в 1999 г. из «Нижневартовскнефтегаз», находившегося в процессе внешнего управления, методом выделения из-под банкротства качественных активов в ОАО «Самотлорнефтегаз» (отошли лицензии на разработку Самотлорского месторождения и активы четырех дочерних добывающих предприятия) и ОАО «Нижневартовское нефтегазодобывающее предприятие» (2 дочерних общества, не связанных с разработкой месторождений). В «Нижневартовскнефтегаз» осталась кредиторская задолженность перед бюджетом и убытки прошлых лет.

совета директоров, условие супербольшинства, рекапитализация высшего класса,⁶⁰ однако по российскому законодательству они мало применимы. Так, известнее единичный прецедент применения «золотых парашютов» - при попытке захвата МЕНАТЕПОМ в 1995г фабрики «Красный Октябрь»

Ниже приведены основные механизмы, применение которых затрудняет недружественные поглощения:⁶¹

1. Реорганизация компании с целью выкупа акций и избавления от миноритарных акционеров.

2. Ликвидация компании, если это приватизированное юридическое лицо, и передача все имущество новому юридическому лицу.

3. Реорганизация компании со сменой организационно-правовой формы и превращение ее в закрытое акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью.

4. Реорганизация компании с целью вывода ценных активов. Продажа стратегических активов новому юридическому лицу. Передача имущества в залог.

5. Реорганизация компании с разделением на несколько небольших предприятий, ни одно из которых не является подходящим объектом враждебного захвата.

6. Передача наиболее важных активов полностью принадлежащим дочерним компаниям. Осуществление в дочерних компаниях нового выпуска акций друг для друга, которого было бы достаточно для того, чтобы уменьшить долю холдинговой компании в каждой дочерней компании до

⁶⁰ Подробнее – см. Приложение 6.

⁶¹ Враждебные поглощения "по-российски": как от них защититься. - Статья представителей американской юридической фирмы «Coudert Brothers» на интернет-ресурсе «Законодательство и инвестиции» <http://www.lin.ru>

размера, менее 25%. Передача управления каждой дочерней компанией лояльными менеджерами, концентрация управления в управляющей компании.

7. Передача все бухгалтерские функции полностью принадлежащей (дружественной) бухгалтерской фирме.

8. Передача акции оффшорным компаниям.

9. Реорганизация компании с целью размывания (или иного образа избавления) пакетов акций, которые могли бы препятствовать ее основной хозяйственной деятельности.

11. Изучение договора с существующим реестродержателем и проверка его лояльность, либо заключение договор с новым реестродержателем. Уменьшение количество акционеров с тем, чтобы избежать законодательного требования об использовании независимого реестродержателя.

12. Передача акции в доверительное управление, залог акции.

13. Выплата все непогашенных долгов. Прекращение всякого использования векселей.

14. Приобретение дополнительных пакетов акций на вторичном рынке с целью компенсации пакетов акций потенциальных захватчиков. Привлечение для этой цели финансирования.

15. Необходимо удостовериться в лояльности существующего руководства компании. Внести дополнения и изменения в устав с тем, чтобы максимально затруднить замену существующих членов совета директоров и руководителей. Внести требование о квалифицированном большинстве при голосовании по определенным вопросам, изменения в положения о контроле и управлении, положения о сокращении сроков выплаты по займам.

16. Выпуск дополнительных акций.

17. Объединение с другой российской компанией.

18. Объединение с иностранной компанией.

Одной из первоочередных задач является регистрация отчета о первом выпуске ценных бумаг приватизированных предприятий, т.к. согласно законодательству сделки с акциями незарегистрированных акций признаются ничтожными с момента совершения.⁶²

Для снижения количества недружественных поглощений необходимо совершенствовать правовые основы реорганизации предприятий, акционерного законодательства и судебной-исполнительной системы по следующим направлениям:

1. Одна из мер - внесение изменений в арбитражный процессуальный кодекс. Так Минэкономразвития предлагает отнести практику рассмотрения корпоративных конфликтов исключительно к компетенции арбитражного суда. Еще одной рекомендацией является обязательная передача дел по спорам акционеров (участников), связанных с деятельностью хозяйственных обществ, включая дела по искам к регистраторам, в арбитражные суды по месту нахождения соответствующего общества. Необходимо закрепить нормы об обязательном уведомлении в досудебном порядке общества (его участников) о намерении обратиться в суд требованием, которое может привести к корпоративному конфликту.

2. Необходимо изменить статью 80 закона «Об акционерных обществах». Действующая редакция обязывает покупателя предложить выкуп всех акций у миноритарных акционеров по рыночной цене в случае приобретения более 30% акций в акционерных обществах с числом

⁶² По состоянию на середину 2002г. из 450 000 российских акционерных обществ (среди которых 60 000 открытых) только 110 000 зарегистрировали выпуски в соответствии с требованиями ФКЦБ. Источник: Радыгин. А. Как защититься добросовестному инвестору. //Журнал для акционеров. – 2003. - №5. С. 7-15

акционеров более 1000. Предлагается убрать ограничение на количество акционеров.⁶³

3. Необходимо пересмотреть концепцию добросовестного приобретателя акций, установить ограничения на использование данного понятия при недружественных поглощениях.

4. Четкое определение видов обеспечительных мер, критериев их адекватности и достаточности встречного обеспечения.

5. введение ответственности миноритарных акционеров за подачу иска, инициирующего враждебное поглощение

3.4 Использование инструментов фондового рынка при финансировании слияний и поглощений на примере объединения компаний ЮКОС-Сибнефть.

Наиболее масштабной сделкой реорганизаций компаний с использованием инструментов рынка ценных бумаг в России явилось попытка слияния ЮКОСА с «Сибнефтью».

В конце апреля 2003г. было объявлено о слиянии двух нефтяных компаний: ЮКОС и Сибнефть. Структура сделки предполагала продажу 20% акций «Сибнефти» за 3 млрд. долл. и обмен остальных акций (72% акционерного капитала) из соотношения 0,36125% акций объединенной компании за 1 акцию Сибнефти. Предполагалось завершить расчеты по сделке до 31 декабря 2003г.

28 мая внеочередное собрание акционеров одобрило сделку по приобретению 20% акций Сибнефти за 3млрд. долл. и приобретении 72%

⁶³ Зыкова Т. Корпоративный шантаж //Российская газета. 2004, № 62 26 марта 2004г. стр .10

акций Сибнефти в обмен на акции ЮКОСа, для чего уставный капитал был увеличен на 1 млрд. акций с размещением по закрытой подписке с оплатой акциями «Сибнефти». Также для реализации сделки ОАО «НК «ЮКОС» объявило о намерении выкупить через свою дочернюю компанию до 10% недостающих акций на открытом рынке.

К началу сентября ЮКОС стал владельцем 20% акций Сибнефти, а в начале октября 2003г. было объявлено о завершении объединения компаний: 72% акций Сибнефти были обменены на 26% акций Юкоса, часть которых находилась в обращении, а часть – эмитирована для сделки по поглощению.

В ноябре по требованию бывших акционеров Сибнефти слияние было приостановлено. В январе 2004г. в Арбитражный Суд подали иск о недействительности признанию дополнительной эмиссии ЮКОСА компании Nimegan Traiding Limited и Gemini Holdings Limited, ранее приобретшие акции по закрытой подписке. Ответчиками выступали ЮКОС и Сибнефть.

Истцы указывали на нарушения ряда положений закона «О рынке ценных бумаг» при дополнительной эмиссии акций ЮКОСа. В частности, решение о проведении собрания акционеров 27 мая 2003 года было принято советом директоров компании лишь 6 мая, за 21 день до даты собрания, а не за 45, как предусмотрено законом; многие акционеры также получили бюллетени для голосования позднее, чем за предусмотренные законом 20 дней до собрания; сделка по увеличению уставного капитала компании была существенной, но не получила, как того требует закон, одобрения со стороны 75% акционеров, а также разрешения Министерства по антимонопольной политике. Кроме того, неправильно была установлена цена размещения акций ЮКОСа, для регистрации эмиссии в ФКЦБ был представлен неполный перечень документов.

Истцы обвинили ФКЦБ в ненадлежащем исполнении своих обязанностей и потребовали признать незаконным решение ФКЦБ о регистрации выпуска. В обеспечение иска Арбитражный суд Москвы 16 февраля арестовал 57,5% из 92% акций "Сибнефти", принадлежащих ЮКОСу и дополнительный выпуск акций ЮКОСа (17,2%).

2 февраля представители 2х компаний подписали протокол об совершении обратной сделки по разделению компаний. ЮКОС, как основной владелец «Сибнефти» назначил на 28 марта 2004г. проведение внеочередного собрания акционеров «Сибнефти», в повестку дня которого были включены вопросы об изменении устава «Сибнефти» и избрании совета директоров.

1 марта решением суда дополнительная эмиссия 17,2% акций ЮКОСа, выпущенная для обмена на акции Сибнефти, была признана незаконной, 4 марта МАП возбудило дело о нарушении ЮКОСом и Сибнефтью статьи 6 закона ««О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках»». Основанием послужило заявление одного их акционеров о том, что компании договорились о слиянии за месяц до одобрения сделки МАПом.

28 марта на внеочередном собрании акционеров Сибнефти ЮКОС намеривался установить над компанией операционный контроль, переизбрав совет директоров и изменив устав компании. Однако собрание акционеров не состоялось из-за отсутствия кворума – регистратор компании «Сибнефть» «Р.О.С.Т.» не учел бюллетени для заочного голосования, поданные ЮКОСом.

Таким образом, развитие событий по объединению и его дальнейшей отмене показывают, что даже крупнейшие российские компании с высоки уровнем корпоративного управления не избежали опыта общероссийских

процессов реорганизации: арест акций в обеспечение иска, признание незаконной эмиссии, недопущение к голосованию на собрании акционеров.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключительной части работы подведем основные итоги.

Реорганизацией как экономическая категория - это совокупность мероприятий, связанных с изменением структуры акционерного капитала и операциями на рынке корпоративного контроля, а именно: слияния, поглощения, выделения, дробление, создание холдингов – все действия, связанные с реструктуризацией акционерного капитала.

Тенденция интеграции и укрупнения бизнеса на современном этапе развития экономических отношений предполагает широкое использование сделок слияний (сделка, в результате которой происходит объединение двух и более компаний в одну, сопровождающаяся конвертацией акций сливающихся компаний, сохранением состава собственников) и поглощений (сделка, в результате которой происходит переход прав собственности на компанию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента купленной компании и изменением ее финансовой и производственной политики).

Часто процесс поглощений завершается формированием холдинговых структур, во главе которых находится компания – владелец контрольных пакетов акций предприятий (материнская компания).

Наряду с интеграционными процессами, крупные компании используют различные методы сокращения сферы своих хозяйственных операций – продажи, «дивестиции», и акционерные «отщепления». Также за рубежом широкое распространение получили поглощения публичных компаний с использованием долгового финансирования и дальнейшей трансформацией в частную собственность – LBO.

Использование инструментов рынка ценных бумаг при реорганизациях

в форме слияний и поглощений осуществляется посредством оплаты слияний и поглощений:

- 1) простыми акциями;
- 2) облигациями или привилегированными акциями;
- 3) конвертируемыми ценными бумагами;
- 4) комбинированным способом.

Однако, как правило, при выборе варианта финансирования решается вопрос о выборе между платежом денежными средствами или акциями. Международная практика показывает, что несмотря на худшие показатели компаний, объединенных с использованием оплаты акциями, большинство крупных сделок финансируется за счет оплаты ценными бумагами.

Рассмотрение таких форм реорганизации как LBO и обратное поглощение позволяет утверждать о перспективах их применения для финансирования деятельности предприятий.

Изучение российского опыта проведения реорганизаций показывает, что реорганизаций, соотносящихся с юридическим пониманием данного термина, в России проводится немного – как правило они формально отражают уже сложившиеся отношения внутри групп и холдингов. Рынок сделок корпоративного контроля в России растет быстрыми темпами, однако спецификой является высокий удельный вес недружественных поглощений, предпосылки развития которых создает несовершенство законодательного регулирования реорганизаций и недостатки судебной системы.

Изучение попытки слияния двух крупных нефтяных компаний с высоким уровнем корпоративного управления показывает, что даже им не удается преодолеть специфический характер российского рынка корпоративного контроля.

Выделяются следующие особенности процессов реорганизаций в России:

- постприватизационное перераспределение собственности и экспансия крупных групп;

- специфика российского фондового рынка как рынка корпоративного контроля с низким объемом портфельных инвестиций и высокими масштабами выкупа акций с целью передела собственности, причем без участия организованного фондового рынка;

- оптовая структура собственности российских компаний с держанием крупных пакетов акций;

- отсутствие равноправных слияний;

- редко встречаются сложные схемы по реорганизации существующих бизнесов - как правило, вся сложность принятия решения о сделке связана с построением схемы, позволяющих избегать требований законодательства о конкуренции либо корпоративного законодательства о заинтересованности сделок.

Необходимо совершенствовать правовые основы реорганизации предприятий, акционерного законодательства и судебной системы по следующим направлениям:

1. Внесение изменений в арбитражный процессуальный кодекс.

2. Пересмотр концепции добросовестного приобретателя акций, установление ограничений на использование данного понятия при недружественных поглощениях.

3. Четкое определение видов обеспечительных мер, критериев их адекватности и достаточности встречного обеспечения.

4. Смягчения регулирования приобретения пакетов акций, повышение

порога, требующего одобрения и уведомления.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативно-правовые материалы

1. Гражданский кодекс РФ. Часть 2.
2. Налоговый кодекс.
3. Федеральный закон от 22.04.1996 №39-ФЗ «Об акционерных обществах»
4. Федеральный закон от 24.11.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах»
5. Федеральный закон №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»
6. Закон РСФСР от 22.03.1991 № 948-1 «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках»
7. Указ Президента РФ от 18.08.1996 «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера»
8. Приказ МАП РФ от 13.08.1999 N 276 "Об утверждении положения о порядке представления антимонопольным органам ходатайств и уведомлений в соответствии с требованиями статей 17 и 18 Закона Российской Федерации «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках»
9. Постановление ФКЦБ России от 18.06.2003 № 03-30/пс «О стандартах эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»
10. Постановление ФКЦБ России от 02.07.2003 № 03-32/пс «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»
11. Письмо ФКЦБ «О некоторых вопросах, связанных с

размещением акций при реорганизации»

Монографии и учебники

12. Акционерное дело: Учебник /Под. Ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.

13. Батаева Б.С. Корпоративное управление: направления совершенствования – М.: Издательство ИПР СПО Минобразования России, 2002. – 136 с.

14. Бердникова Т.Б, Механизм деятельности акционерного общества на рынке ценных бумаг России. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 152 с.

15. Ван Хорн, Джеймс, Вахович, Джон, Основы финансового менеджмента, 11-е издание.: Пер. с английского – М.: Издательский дом "Вильямс", 2003, 992 с.

16. Глушецкий А.А. Курс лекций «Реорганизация акционерных обществ: организационно-правовые аспекты» - М.: Центр деловой информации еженедельника «Экономика и жизнь», 2004. – 55 с.

17. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний /Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.- 741 с.

18. Дэниэл Гарнер и др. Пособия Эрнст энд Янг. Привлечение капитала. / Пер. с. Англ. – М.: "Джон Уайли энд Санз", 1995, 464 с.

19. Жданов Д.В. Реорганизация акционерных обществ в Российской Федерации – М.: «Лекс-Книга», 2002. – 303 с.

20. М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – М.: Ось-89, 2003. – 176 с. Механизмы купли и продажи бизнеса / Под. Ред. Шаститко А.Е. – М.: ТЕИС, 2002. – 160 с

21. Кныш М.И. и др. Стратегическое управление корпорациями. – СПб.: КультИнформПресс, 2002. – 239 с.

22. Мазур И.И., Шапиро В.Д. Реструктуризация предприятий и компаний: Учебное пособие для вузов – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2001. – 456 с.
23. Механизмы купли и продажи бизнеса / Под ред. А.Е. Шаститко, КГ "МГБ". – М.: ТЕИС, 2002 – 160 с.
24. Миркин Я. Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
25. Никонова И.А. Финансирование бизнеса – М.: Альпина Паблишер, 2003. – 197 с.
26. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. Учебное пособие. Валдайцев С.В. М.: ЮНИТИ, 2002. 720 с.
27. Пособие по корпоративному управлению: справочник для российских открытых акционерных обществ по вопросам надлежащего корпоративного управления. Издание 1-ое. IFC, Department of Commerce US, 2003
28. Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
29. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. Научные труды – М.: Институт экономики переходного периода, 2002. 177 с.
30. Слияния и поглощения. Путеводитель по рынку профессиональных услуг. М.: Альпина Бизнес Букс, The Platzdarm Group 2004 - 192 с.
31. Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом: М.:

Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. 204 с.

32. Шевченко И.Г. Порядок и хаос рынка акционерного капитала в России. – М.: ООО «Журнал «Управление персоналом», 2003. – 216 с.

33. Шиткина И.С. Холдинги. Правовой и управленческий аспекты. – М.:ООО «Городец-издат», 2003. – 368 с.

Статья из периодических изданий

34. Бакулина Е. К вопросу о судебном оспаривании реорганизации хозяйственных обществ //Хозяйство и право. 2004,№ 3. Стр. 128-139

35. Беленькая О. Анализ корпоративных слияний и поглощений //Управление компанией. №2, 2001.

36. Беляева И.Ю. Слияние в российской экономике и проблемы корпоративного управления. //Бизнес академия. – 2003 - №12 – С. 2-10

37. Блюм Д и др.. Передел собственности «по-русски»: что это такое и как ему противостоять. //Финансовый аналитик. Март, 2003.

38. Бурмистрова Татьяна, Карелин Андрей. Банкротства в современной России. //Право и экономика. 2004 №3. Стр. 7-17.

39. В поисках капитала //Экономика и жизнь. №3, 2004.

40. Вайсберг Валерий. Как защититься от недружественного поглощения. //Русский фокус №2 2003. [99] Стр. 70-71

41. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения: характеристика современной волны. //Менеджмент в России и за рубежом. №1,2002.

42. Волчков Александр, Сергеев Николай Выкуп доли //Ведомости. 06.04.2004. Стр. 7.

43. Вьюгин О. В России много АО, но мало публичных компаний //Ведомости 15 апреля 2004г.

44. Газин Геннадий, Манаков Дмитрий. Наука поглощений. // Вестник McKinsey, №2, 2004. <http://www.mckinsey.ru>
45. Гололобов Дмитрий. Консолидация в холдинговых компаниях. Право и экономика № 8, 30.08.2003
46. Гудков Алексей Корпоративные поглощения: российский вариант. //РЦБ 2003 № 14. Стр. 46-48
47. «Есть около 20 законных способов враждебного поглощения»: интервью с заместителем министра МАП. //Коммерсантъ.-06.02.2004
48. Ефимчук Илья. Взрыв слияний //Финанс. №35, 2003.
49. Ефимчук Илья. Виды и способы слияний //Финанс. №35, 2003.
50. Защита от жесткого поглощения. //Финансист. №10, 2000
51. Защита от недружественного поглощения //Журнал для акционеров №4,2003.
52. Зиновьева Марина. Холдинги, финансово-промышленные группы и банковские группы.//Право и экономика № 4,2003
53. Зыкова Т. Корпоративный шантаж //Российская газета. 2004, № 62 26 марта 2004г. стр .10
54. Иванова Анастасия. Поглощения: за и против //Финанс. №35,2003.
55. Иванова Светлана. Нелогичная реформа. //Ведомости, 19 апреля 2004г.
56. Кашин С. Поглощение займы //Секрет фирмы. № 21, 2003.
57. Кашин С. Правила корпоративного боя //Секрет фирмы. – 2003- № 6. Стр. 44-48
58. Кошелев Я.С. Феномен дробных акций в российском корпоративном праве «Акционерный вестник». 2003 N 6. - с.16-17

59. Молотников Александр. Способы управления дочерней компанией.
60. Никитин Леонид, Сурова Наталья. Реструктуризация компании.
61. Плешакова Ольга. Слитно и безраздельно // Коммерсантъ.- 06.02.2004
62. Радыгин А. Слияния и поглощения в корпоративном секторе (основные подходы и задачи регулирования). //Вопросы экономики. 2003, №12. Стр. 85-109
63. Рациборинская К.Н. «Слияние», «поглощение» и «разделение компаний» в свете российского права и права ЕС: соотношение понятий //Юрист, 2003, № 9. Стр. 27-31
64. Реорганизация предприятий в форме выделения и разделения Дмитрий Ицков //Директор-инфо, №7, 2002.
65. Свирцевская Алла, Шарбел Аккерман Слияния и поглощения как корпоративная стратегия //Рынок ценных бумаг. 1998. №6.
66. Смирнов Иван. О некоторых аспектах рынка слияний и поглощений //Управление компанией. №3, 2002
67. Съесть и не подавиться (о слияниях и поглощениях) //Ведомости
68. Телюкина М.В. и др. Финансовое оздоровление как пассивная оздоровительная процедура // № 12, 2004.
69. Токаренко В.Н. Характеристика преступлений, совершаемых с использованием акций. //Российский следователь. 2003, №10 . Стр. 9-14
70. Ткачук Т., Обухова Н., Дицман Н. Пребольшой бизнес // Секрет фирмы 2004. №1.
71. Черняховская Л.В. - Реорганизация как способ оборота имущественных комплексов акционерных обществ "Акционерный вестник".

- 2003 N 6 . - с.18-24

72. Хан Дмитрий. Развитие российского рынка слияний и поглощений //РЦБ, 2004, №8.

73. Шиткина И.С. Холдинги, правовой и управленческий аспекты

Интернет-ресурсы на русском языке

74. Борис Дука, Александр Печерский. Холдинги. Исследовательско-консультационная фирма "Альт" <http://www.alt.ru>

75. Ганеев Р.Ф. Реорганизация акционерных обществ <http://www.profconsalt.ru>

76. Пономарев К. Как уберечь предприятие от захватчиков. Сайт консультационной компании ВКГ <http://www.bkg.ru>

77. Фонд рыночных исследований <http://www.freefond.ru>

78. Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 25) Раздел 4.2. Тенденции и динамика слияний и поглощений. Развитие реорганизационных процессов // Институт экономики переходного периода. С. 340-356. <http://www.iet.ru/trend/2003/>

79. <http://www.director-info.ru/>

80. <http://www.ma-journal.ru/>

81. <http://www.corp-gov.ru/>

82. <http://www.cfin.ru/>

83. <http://www.gaap.ru/>

84. <http://www.ruseconomy.ru/>

85. <http://www.aksnews.ru/>

86. <http://www.appraiser.ru/>

87. <http://www.zhuk.ru/>

- 88. <http://www.rid.ru/>
- 89. <http://www.lin.ru/>
- 90. <http://www.sf-online.ru/>
- 91. <http://www.opec.ru/>
- 92. <http://www.vopreco.ru/>
- 93. <http://www.invesmarket.ru/>
- 94. <http://www.maplaza.ru/>
- 95. <http://ckz.ru/>
- 96. <http://www.dis.ru/>

Публикации на английском языке в Интернет

97. Intellectual Property Assets in Mergers and Acquisitions /Editors Lanning Bryer, Melvin Simensky, 2001. Chapter 1. Mergers and acquisitions an overview. Patrick A. Gaughan

http://media.wiley.com/product_data/excerpt/79/04714143/0471414379.pdf

98. Acquisition Financing. Diener, Royce <http://www.maplaza.ru>

99. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? Ming Donga, David Hirshleiferb, Scott Richardsonc, Siew Hong Teohd. 2003. Working papers. <http://www.stern.nyu.edu/clb/hirshleifer.pdf>

100. Valuing Acquisitions <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

101. Mara Faccio, Ronald W. Masulis. Why is cash the preferred M&A currency in Europe? P.40 www.nd.edu/~finance/020601/news/Faccio.doc

102. Bruckner B., O'Shea Mergers in European Banking: a Managerial Perspective. Working paper. 2002. P. 42.

103. Mara Faccio, Ronald W. Masulis The choice of payment in European mergers & acquisitions.2004 P. 58.

<http://mba.vanderbilt.edu/faculty/docs/european041304.pdf>

104. Walter W Kim and others. Mergers and Acquisitions - Do they create value for the investors?

http://www.andrew.cmu.edu/user/jcliu/applications/Mergers_and_Acquisitions.doc

105. Damodaran A. Corporate Finance. Chapter 25. Acquisitions and takeovers. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

106. Vedpuriswar. Managing risks in mergers and acquisitions

<http://www.vedpuriswar.org/articles/IJMR/Managing%20Risks%20in%20Mergers.PDF>

107. Henry David. Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off/

<http://students.gsm.ucdavis.edu/FA/Documents/Mergers%20Why%20Most%20Big%20Deals%20Don't%20Pay%20Off.doc>

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Различия между операциями слияния и поглощения

Признак	Операция слияния	Операция поглощения
Наличие тендерного предложения	Процедура тендера отсутствует	Требует объявления корпоративным покупателем тендерного предложения поглощаемому акционерному обществу
Форма совершения операции	Заключение договора между командами менеджеров как представителями сливающихся акционерных обществ	Заключение сделок между менеджментом как представителем корпоративного покупателя и акционерами корпоративного продавца
Содержание сделки	Конвертация акций объединяющихся акционерных обществ	Купля-продажа акций поглощаемого акционерного общества
Применение защитных мер	Защитные меры снимаются или не применяются	Защитные меры преодолеваются или делают нецелесообразным поглощение
Результат операции	Прекращение существования акционерных обществ как юридических лиц (в случае присоединения прекращает свое существование только присоединяемое акционерное общество)	Получение того или иного уровня владельческого контроля над поглощаемым акционерным обществом

Источник: Акционерное дело: Учебник /Под. Ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 544 с.

Приложение 2. Связь целей и способов интеграции при различных комбинациях мотивов и размере поглощаемого бизнеса

Мотивы	Способ	Выбор партнера	Стратегия интеграции	Уровни интеграции
Экономия на транзакционных издержках	вертикальная интеграция	по старым связям, или узок	Любая, кроме «Владения»	Чаще всего – процедурный (договариваемся о сроках и ценах)
Нивелирование отраслевых рисков	несвязанная диверсификация (конгломерат)	по финансовым, личностным, политическим критериям	Чаще всего – «Владение» или «Сохранение»	Неглубокий процедурный + реструктуризация
Стремление к монополии	горизонтальная интеграция	зачастую узок – ближайший конкурент	Любая, кроме «Владения»	Процедурный и материальных активов; организационный – не всегда
Выход на новые рынки	гор./верт. интеграция, или связанная диверсификация	рыночный потенциал	Любая, кроме «Владения»	В зависимости от связанности вложений
Синергия	гор. /верт. интеграция, или связанная диверсификация	важны организационные параметры	«Симбиоз»	Глубокая интеграция на всех уровнях, в т.ч. на организационном
Повышение капитализации и продажа	покупка недооцененных активов	финансовая и рыночная оценка	«Владение»	Неглубокий процедурный + реструктуризация

Приложение 3. Степень интеграций

Мотивы поглощения	Размер и тип поглощенного бизнеса			
	Малый, 1 бизнес	Функциональный	Дивизиональный	Конгломерат
Повышение доли рынка в узкой продуктовой или рыночной нише	Материальные активы, производственные и маркетинговые функции	Продуктовые линии и функциональные подразделения	Только целевой дивизион	
Снижение конкуренции	Процедурные аспекты	Процедурный и социо-культурный уровень очень важны		
Случайная покупка	Проанализировать соответствие характеристик купленной компании и собственной стратегии, и провести избирательную интеграцию			
Покупка технологии	Материальные активы, в особенности технологические системы	Всесторонняя интеграция на всех уровнях	Материальные активы и процедуры дивизиона, обладающего нужной технологией	
Стремительный рост		Материальные активы и процедуры	Ограничить интеграцию мониторингом финансовых результатов дивизионов	Не интегрироваться больше, чем требует законодательство
Использование многочисленной синергии	Всесторонняя интеграция	Всесторонняя интеграция, особое внимание интеграции функциональных областей	Избирательно интегрировать дивизионы, с которыми есть синергетический потенциал	Сфокусироваться на финансовой синергии

Приложение 4. Методы изменения структуры корпоративного контроля менеджерами/контролирующими акционерами

Разводнение капитала для упрочения контроля над обществом акционеров большинства или предпродажной подготовки предприятия	
Проведение в акционерном обществе закрытой подписки (до 1999 г.) или открытой подписки с заранее определенными инвесторами	Понуждение акционеров к отказу от права преимущественного выкупа новых акций, размещаемых по открытой подписке (если это право есть в уставе)
Дробление сделок чрезвычайного характера, которые, по сути, ведут к продаже компании, избежание контроля за крупными сделками и сделками, совершаемыми аффилированными лицами, совершение сделок подставными юридическими и физическими лицами с тем, чтобы скрыть изменения в структуре контроля и избежать принятия решений собранием акционеров	Манипулирование дополнительными голосами, которые дают привилегированные акции (в случае невыплаты дивидендов по ним), либо сокращение числа голосующих акций (при выплате дивидендов по привилегированным акциям)
Скупка акций до проведения новых эмиссий под переоценку основных фондов	
Скупка акций у работников после переоценки основных фондов и формирования добавочного капитала, но до «технической» эмиссии акций, источником которой является переоценка и которая должна быть распределена между акционерами в соответствии с их долями в капитале. Эти сделки на небольшие суммы дают возможность после распределения «технической эмиссии» стать собственником во много раз большей (по номиналу) суммы акций	
Передача акций в доверительное управление или права голоса по доверенности	
Использование служебного положения для принуждения работников-акционеров к передаче своих акций в доверительное управление или прав голоса по доверенности для того, чтобы увеличить число голосов, закрепленных за управляющей группой	
Несанкционированные крупные сделки	
Несанкционированные крупные сделки по продаже активов, изменяющие природу бизнеса и существенно снижающие стоимость имущества, находящегося в собственности акционеров меньшинства в том числе на основе разбиения сделок с тем, чтобы они не попадали под категорию крупных	Выкуп крупного пакета акций за счет кредита, погашаемого за счет предприятия, без санкционирования сделок, совершаемых с конфликтом, интересов, и вне антимонопольного контроля
Скрытое или перекрестное владение акциями	
Несовпадение формальной и реальной структуры акционерной собственности, скрытое приобретение аффилированными лицами контрольных долей акционерных капиталов без прохождения антимонопольного контроля. Создание системы перекрестного (по горизонтали и вертикали) участия, позволяющего увеличивать в структуре капитала долю акционеров, действующих в качестве единой группы	
Инициирование искусственного банкротства или запрета распоряжения акциями	
Искусственное инициирование банкротства с тем, чтобы нарушить управление акционерным обществом и осуществить — через арбитражное управление — поглощение или дешевую продажу предприятия или его частей, изменение структуры	Арест имущества в форме акций, инициированный (при формальном соответствии требованиям законодательства) с целью воспрепятствовать распоряжению акциями, прежде всего осуществлению права голоса

собственности в пользу поглощающей компании, особо крупные сделки с конфликтом интересов, позволяющие перераспределить денежные потоки в пользу отдельных групп акционеров		
Совершение аффилированными лицами сделок с конфликтом интересов, в ущерб акционерному обществу и акционерам		
Создание контролирующим акционером системы поставок по завышенным ценам и сбыта по заниженным ценам, манипулирование размерами дебиторской и кредиторской задолженности с тем, чтобы перераспределить доходы в ущерб другим акционерам (предприятие-донор ставится в искусственно тяжелое финансовое положение, а прибыли концентрируются в материнской компании или у аффилированных лиц)	Продажа акций дочерних и зависимых компаний по заниженным ценам, разводнение капитала дочерних и зависимых компаний с понижением доли в них акционерного общества-донора в интересах менеджеров или контролирующих акционеров общества-донора. Имеет следствием резкое ухудшение активов, находящихся в собственности общества-донора и, соответственно, его акционеров	Перевод доходных активов из предприятия, находящегося в тяжелом положении, во вновь созданные или уже существующие аффилированные или зависимые компании (продажа по заниженным ценам обмен активов, погашение кредита реализацией заложенного имущества) с банкротством компании-донора, ухудшением ее финансового положения
Преднамеренные действия акционеров меньшинства с целью получения односторонних экономических выгод или изменения структуры корпоративного контроля		
Блокирование решений собраний акционеров, судебные иски, работа с розничными акционерами и т.д., дезорганизующие работу ОАО, с целью принудить контролирующих акционеров выкупить акции у акционеров меньшинства по цене больше рыночной или принудить первых к изменению структуры корпоративного контроля, к продаже акций для захвата контроля группой акционеров меньшинства		
Прочие широко распространенные нарушения		
Недопуск акционеров на собрание, объявление доверенностей, выданных представителям акционеров, недействительными под надуманным предлогом	Преднамеренная невыплата дивидендов, в том числе невыплата дивидендов только сторонним акционерам	Проведение параллельных собраний акционеров и избрание параллельных исполнительных органов управления акционерного общества
Нарушение исключительных полномочий общего собрания акционеров, которые не могут быть переданы исполнительному органу	Вычеркивание акционеров из реестра, отказ во внесении или внесении неправильных сведений в реестр, преднамеренная утрата данных или потеря реестра	Изменение структуры акционерного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций и, соответственно, непропорционального уменьшения номинальной стоимости отдельных типов и категорий акций

Источник: Миркин Я. Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.

Приложение 5. Десять крупнейших сделок слияний/поглощений в России за 10 месяцев 2003 г.

Покупатель	Объект слияния или поглощения	Слияние или Поглощение	Дата завершения сделки	Стоимость сделки, млн. долл. США
ЮКОС	Сибнефть(92%)	Слияние	Октябрь	15866
ВР	ТПК-ВР(50%)	Слияние	Август	7 700
Базовый элемент	РУСАЛ (25%)	Поглощение	Октябрь	2000
ТНК	Оренбургпсфть (26%)	Поглощение	Апрель	825
ВымпелКом	ВымпелКом-Регионы (44.7%)	Слияние	Сентябрь	802
Роснефть	Северная нефть	Поглощение	Октябрь	600
ЛУКОЙЛ	ПФПГ-Энергия	Поглощение	Апрель	398
АФК «Система»	МобильныеТелеСистемы (10%)	Поглощение	Апрель	367
Marathon Corporation	Oil Khanty Mansiysk CorporaLion	Oil Поглощение	Май	275
ГМК «Норильский Никель»	Stillwater Mining (51%)	Поглощение	Июнь	257

Приложение 6. Виды поглощений.⁶⁴

В зависимости от целей и способов поглощения бывают:

- дружественное (официальное предложение о приобретении поддерживается руководством поглощаемой компании, например стратегическое поглощение (strategic buyout).

- враждебное (агрессивное) – недружественная перекупка (hostile takeover) – компания-поглотитель делает акционерам приобретаемой компании тендерное предложение о скупке за наличные обычно 95-100% акций. Руководство и совет директоров фирмы с этим приглашением не согласны, а акционеры могут приветствовать. Основными разновидностями враждебного поглощения являются:

- постепенная скупка акций, направленная на смену совета директоров

- обмен акций, при котором акционерам приобретаемой компании предлагается обменять свои акции на акции компании-поглотителя.

В мировой практике различают следующие тактики поглощения:

- внезапное поглощение (blitzkrieg tender offer): быстрая скупка акций (bust-up takeover), выкуп контрольного пакета акций с привлечением залога (leveraged buyout)

- медвежий объятия (bear hug) – очень выгодное предложение о поглощении компании, сделанное ее директорам, против которого не возражают акционеры

- навязанная сделка (sram-down deal) - покупка компании через

⁶⁴ Хмыз Ольга Инвестиционные стратегии многонациональных корпораций. //Управление компанией 2002. №1 Стр. 65-71

заемные средства, когда у акционера нет другой альтернативы, кроме принятия для себя невыгодных условий. Разновидностями такой тактики поглощения являются:

- очень щедрое предложение о поглощении, при непринятии которого акционеры подадут в суд на руководство компании (godfather offer)

- очень выгодный контракт, предлагаемый руководству компании и предоставляющий ему большую компенсацию при поглощении компании и при его увольнении (golden parachute)

- «стратегия леди Макбет» (lady Macbeth Startegy) – тактика поглощения, когда компания сначала выступает в роли «белого рыцаря», а затем объединяется с враждебным поглотителем.

Приложение 7. Основные тактики отражения враждебных поглощений в международной практике.⁶⁵

- Гринмэйл (greenmail) - компания (объект поглощения) с премией выкупает у потенциального поглотителя приобретенные им акции за обещание в течение определенного срока не выкупать контрольный пакет акций. Его основные разновидности - "прощальный поцелуй" (good-bye kiss) и bon voyage bonus.

- Ядовитая пилюля (poison pill) - стратегия объекта поглощения, направленная на выставление своих акций в непривлекательном свете. Например, выпуск новых серий привилегированных акций с правом их погашения с премией после поглощения, что вызывает разводнение акционерного капитала и может предотвратить попытку поглощения, увеличив расходы поглотителя. Основные разновидности:

- внутренняя ядовитая пилюля (flip-in poison pill) - дополнительная эмиссия акций, позволяющая всем акционерам компании (за исключением поглотителя) покупать дополнительные акции по сниженным ценам;

- внешняя ядовитая пилюля (flip-over poison pill) - дает право держателям обыкновенных акций купить (а привилегированных - конвертировать) акции покупателя по заниженной цене при нежелательном объединении компаний и т.д.;

- самоубийственное лекарство (sucide pill) - действие с потенциальными катастрофическими последствиями для поглотителя, например обмен акций поглощаемой компании на ее кредитные обязательства, однако это может не только отпугнуть рейдера, но и привести

⁶⁵ Хмыз Ольга Инвестиционные стратегии многонациональных корпораций. //Управление компанией 2002. №1 Стр. 65-71

к банкротству поглощаемой компании.

- "Макаронная оборона" (macaroni defense) - тактика эмитирования большого количества облигаций с возможностью досрочного погашения по более высокой цене при поглощении.

- Обратный выкуп контрольного пакета с использованием заемных средств руководством компании (reverse leveraged buyout).

- Политика выжженной земли (scorched-earth policy) - поглощаемая компания соглашается на продажу самой привлекательной части бизнеса (чтобы она не досталась рейдеру) или назначает выплату всех задолженностей сразу после слияния.

- Стратегия "Пэк-Мэн" (Pac-Man Strategy) - поглощаемая компания начинает скупку акций рейдера, угрожая поглотить его самого.

Основными инструментами отражения враждебного поглощения являются:

- Человеческая пилюля (people pill) - договоренность об увольнении руководящего звена и ведущих специалистов. В этом случае поглощение становится нецелесообразным.

- Пенсионный парашют (pension parachute) - пенсионное соглашение, в соответствии с которым при попытке враждебного поглощения избыточные активы компании будут выплачены участникам программы в виде увеличенных пенсий. Следовательно рейдер не сможет финансировать поглощение из активов компании.

- Предотвращение "финансового рычага" (leveraged recapitalization) - поглощаемая компания берет крупный заем и выплачивает акционерам крупные суммы, по сути, выполняя роль "белого рыцаря" по отношению к себе.

- Управленческий выкуп (management buyout) - выкуп с премией руководством компании всех обращающихся акций (компания становится частной).

- Методы "отпугивания акул" (shark repellent), также называемые "иглы дикобраза" (porcupine provision):

- требование установить справедливую цену, одинаковую для всех акционеров (any-at-all-bid), - это предотвращает условное тендерное предложение (two-tiered bid);

- золотой парашют - контракт с высшим руководством, делающий замену дорогостоящей;

- защитное слияние с другой компанией;

- введение в устав корпорации оговорки переизбрания каждый год части совета директоров;

- процедура квалифицированного большинства (например, 90%) при голосовании о поглощении.

- Приглашение "белого рыцаря" (white knight) - дружественной компании, привлекаемой для защиты от поглощения. Привилегией "белого рыцаря" является закрытый опцион - возможность покупки дополнительной доли капитала поглощаемой компании по цене ниже номинала.

Приложение 8. Крупнейшие сделки слияний и поглощений в России.⁶⁶

\$10 300 000 000

Слияние российских нефтяных компаний ЮКОС и «Сибнефть». Согласно договорам между владельцами ЮКОСа и акционерами ОАО «Сибнефть», ЮКОС должен приобрести 20% размещенных акций этой компании минус одна акция, уплатив в общей сложности сумму, эквивалентную \$3 млрд. Также 72% размещенных акций «Сибнефти» плюс одна акция ЮКОС должен получить в обмен на 26,01% акционерного капитала объединенной компании, которая будет переименована в «ЮКОС-Сибнефть». В итоге все-таки сделка была расторгнута.

\$6 150 000 000

Холдинг в составе British Petroleum и ТНК был создан в феврале 2003 года на паритетных началах: 50% его акций получает British Petroleum, 50% – «Альфа- Групп» и Access/Renova, являющиеся основными акционерами ТНК. А в конце июня 2003 года ТНК и ВР объявили о завершении юридического процесса слияния. Соответствующие документы были подписаны 26 июня 2003 года в Лондоне.

\$ 2 500 000 000

В октябре 2003 года компания «Базовый элемент» покупает 25% акций корпорации «Русский алюминий» у компании Millhouse Capital, которая занимается управлением активами акционеров НК «Сибнефть». Олигарх Роман Абрамович реализует свои российские активы. В результате сделки пакет «Базового элемента» в крупнейшем российском производителе алюминия увеличился до 75%. Официальная сумма сделки не разглашается, однако аналитики оценивают ее в \$2–3 млрд.

⁶⁶ Суперсделки десятилетия //Деловые люди. 2003 ноябрь.№ 152

\$1 875 000 000

Продажа государством 25% акций «Связьинвеста» в 1997 году. Победа компании MUSTCOM Ltd. досталась ценой в \$1,875 млрд. Компания была специально зарегистрирована консорциумом в составе ICFI Cyprus, представлявшей «ОНЭКСИМ-банк», корпорацией Renaissance International, за которой стоял «Ренессанс Капитал», и несколькими западными инвесторами, среди которых следует выделить группу Quantum, возглавляемую Джорджем Соросом.

\$1 860 000 000

Самая крупная, скандальная и политизированная сделка 2002 года весом в \$1,86 млрд. произошла в ходе приватизации НГК «Славнефть». В итоге за «Славнефть» государство не получило полную цену: аналитики прогнозировали \$3–4 млрд. В результате грамотного отсеечения конкурентов альянс ТНК и «Сибнефти» заплатил за компанию всего лишь на \$160 млн. больше стартовой цены.

\$1 375 000 000

Одной из крупнейших сделок 2002 года стала продажа нефтяной компанией ЛУКОЙЛ 10% участия в проекте освоения трех месторождений, расположенных в азербайджанском секторе Каспийского моря – Азери-Чираг-Гюнешли (АЧГ). Японская Itochu в нынешнем году по итогам сделки заплатит российской нефтяной компании \$1,375 млрд.

\$1 080 000 000

Приобретение 85% акций нефтяной компании ОНАКО, принадлежавших государству. Это самая значительная приватизационная сделка 2000 года. Правительством был устроен тендер по продаже компании, первоначальная цена которой составляла \$425 млн. Борьба велась между

«Сибнефтью», предложившей \$1 млрд. за пакет акций, и Тюменской нефтяной компанией (ТНК), которая в итоге и стала хозяином ОНАКО, заплатив \$1,08 млрд.

9. Примеры силовых поглощений, и попыток «силовых поглощений»

1. "Котласский ЦБК" и "Братский ЛПК"

Попытки создания системы двойного менеджмента и двух советов директоров, попытки захвата предприятия с использованием силовых методов на основании определений различных судов по искам миноритарных акционеров (попытки оспаривания результатов приватизации). Попытки создания системы двойного реестра и списания акций со счетов законных владельцев с их последующей продажей якобы "добросовестным" приобретателям. Предприятия находятся под контролем собственника - "Илим Палп Энтерпрайз" и в настоящее время проходят стадию реорганизации.

Теми же компаниями-"захватчиками" были атакованы и другие предприятия целлюлозно-бумажной отрасли.

2. "Уральский завод химического машиностроения" (Уралхимаш)

Создание системы двойного менеджмента, использование определений судов общей юрисдикции по искам акционеров для осуществления попытки силового захвата предприятия.

3. Завод "Кристалл"

Создание системы двойного менеджмента, длительное противостояние противоборствующих сторон с использованием силовых методов и обеспечительных определений различных судов по искам акционеров.

4. АО "Роспан"

Ведущая нефтяная компания пыталась осуществить поглощение "Роспана" посредством механизма банкротства. Другая ведущая нефтяная компания приобрела пакет акций предприятия и, используя инструмент

исков акционеров, противодействовал попытке поглощения. Обе стороны использовали силовые методы на основании определений различных судов, в том числе и по искам акционеров.

5. "Салдинский металлургический завод" (СМЗ)

Использование исков акционеров для захвата контроля над предприятием, попытки силового захвата.

6. АО "Айс-Фили"

Создание системы двойного менеджмента, длительное противостояние противоборствующих сторон с использованием силовых методов и обеспечительных определений различных судов (включая Кемеровские) по искам акционеров.

7. АО "Кузнецкие ферросплавы"

Создание системы двойного менеджмента, захват предприятия новой командой менеджеров с использованием ОМОНА, на основании определения суда по иску акционера, обладающего 1 акцией.

8. АО "Роснефть-Краснодарнефтегаз"

Создание системы двойного менеджмента и двух советов директоров, попытки захвата предприятия новой командой менеджеров с использованием силовых методов на основании определений различных судов по искам миноритарных акционеров.

9. "Московский нефтеперерабатывающий завод" (МНПЗ)

Создание системы двойного реестра, появление двух составов акционеров и двойного менеджмента.

10. АО "Криогенмаш"

Попытка корпоративного шантажа предприятия со стороны компании "МинФин", предпринятая с использованием определений судов по

искам миноритарных акционеров. "Парализация" работы компании.

11. АО "Афанасий-пиво" и АО "Тверь-пиво"

Достижение практически полного паралича деятельности компаний, посредством многочисленных определений различных судов, выносимых в обеспечение исков акционеров предприятия. В соответствии с данными определениями менеджменту компаний запрещалось совершать какие-либо действия на активы компании, налагался арест и т.д.

12. АО "Счетмаш"

Создание системы двойного менеджмента и двух советов директоров, попытки захвата предприятия новой командой менеджеров с использованием силовых методов, на основании определений различных судов по искам миноритарных акционеров.

13. АО "Нижегородский масложировой комбинат"

Изъятие реестра акционеров у регистратора, совершенное с использованием силовых методов, на основании определений судов общей юрисдикции по искам акционеров. Попытка создания системы двойного реестра и двух составов акционеров.

14. "Таганский мясоперерабатывающий комбинат"

Располагая 14% акций головной структуры ТАМПа - ООО "ТАМП-холдинг" новоявленный совладелец через суд добился ареста контрольного пакета акций предприятия и вывода из состава акционеров всех 16 владельцев общества, обвинив их в нанесении предприятию экономического ущерба. Оставшись единоличным хозяином холдинга данное лицо немедленно перевело контрольный пакет акций ТАМПа на баланс сторонней компании. Пройдя через целый строй фирм-посредников, в итоге 56% акций комбината оказались, по сообщениям в прессе, в руках МДМ-банка, который

и продал их компании "Агрос". Заместитель генерального директора общества, один из "исключенных" по судебному решению совладельцев комбината, и его сын были похищены. Милиции удалось перехватить преступников и спасти заложников. Возбуждены уголовные дела.

Ниже приводится список предприятий, в корпоративных конфликтах, возникших вокруг которых в 1999-2003 годах, использовались определения судов по искам акционеров и другие схожие технологии. В ситуации с данными предприятиями, однако, на основании публикаций прессы, сложно четко установить, конкретное сочетание использованных приемов:

1. НК "СИДАНКО".
2. Дочерние компании НГК "Славнефть" (в частности, Ярославский НПЗ).
3. АО "Северо-Западное пароходство".
4. АО "Красный треугольник".
5. АО "Кузбасуголь".
6. КБ "Конверсбанк".
7. АО "НАК "АЗОТ".
8. Завод "Квает" (ЗАО "ИВК").
9. АО "Тагмет".
10. АО "Морской порт Санкт-Петербург".
11. АО "Красный Выборжец".
12. АО "Северная нефть".
13. Завод "Красный котельщик".
14. "БРАЗ".
15. ОАО "Магнитогорский завод механомонтажных заготовок"

Приложение 10. Решение прикладных аспектов реорганизации с использованием программы Project Expert

На различных этапах реорганизации (поиск компании-цели, оценка стоимости бизнеса, интеграция, оценка консолидированного финансового результата) для автоматизации данных процессов целесообразно использовать аналитическую систему Project Expert. Project Expert - система поддержки принятия решений для разработки и выбора оптимального плана развития бизнеса, создания финансовых планов и инвестиционных проектов. Project Expert позволяет моделировать деятельность предприятий различных масштабов - от небольшого частного предприятия до холдинговых структур.

Оценка бизнеса приобретаемого предприятия

При реорганизации предприятий один из ключевых вопросов – оценка стоимости приобретаемого бизнеса.

Для решения данного вопроса пользователь системы Project Expert может использовать метод дисконтирования денежных потоков для оценки стоимости бизнеса на момент начала проекта или для прогнозирования ее на разных этапах реализации проекта. Для оценки стоимости бизнеса в «постпрогнозный» период в системе реализованы пять методов: «Модель Гордона», метод чистых активов, ликвидационной стоимости, предполагаемой продажи, экспертной оценки. Пользователь может выбрать из широкого спектра методов оценки тот, что наиболее отвечает специфике предприятия, а также рассчитать ставки дисконтирования.

В Project Expert заложена возможность применять сравнительный подход для оценки прогнозной стоимости предприятия с использованием 10 мультипликаторов, наиболее широко применяемых в международной практике:

P/S – отношение рыночной стоимости компании к выручке от реализации за предшествующий год;

P/CF – отношение рыночной стоимости компании к величине денежного потока от операционной деятельности за предшествующий год;

$P/BTCF$ – отношение рыночной стоимости компании к величине денежного потока от операционной деятельности за предшествующий год, без учета выплаты налогов;

$P/EBITDA$ – отношение рыночной стоимости компании к прибыли до выплаты процентов, налогов и начисления амортизации за предшествующий год, без учета неперiodических расходов и доходов;

$P/EBITD$ – отношение рыночной стоимости компании к прибыли до выплаты процентов, налогов и начисления амортизации за предшествующий год;

$P/EBIT$ – отношение рыночной стоимости компании к прибыли до выплаты процентов и налогов за предшествующий год;

P/EVT – отношение рыночной стоимости компании к прибыли до выплаты налогов за предшествующий год;

P/E – отношение рыночной стоимости компании к чистой прибыли за предшествующий год;

P/BV – отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости ее собственного капитала на конец текущего периода;

P/D – отношение рыночной стоимости компании к сумме выплаченных дивидендов за предшествующий год.

В то же время пользователь системы с применением механизма «Формула» может создавать дополнительные мультипликаторы, учитывающие специфику оцениваемого предприятия, а также вычислять

интегральный мультипликатор путем взвешивания всех использованных мультипликаторов с учетом степени его доверия к ним.

Одной из наиболее часто встречаемых в процессе реорганизаций целей является создание бизнес-структуры в виде холдинга

Для анализа результатов интеграции компаний в холдинговые структуры может применяться Pic Holding – один из модулей Project Expert. PIC Holding – универсальная система моделирования деятельности холдинговой компании, которая позволяет детально описывать финансируемые проекты.

Программа позволяет создать систему финансового управления холдинговой компании: одно из предприятий распределяет финансовые ресурсы, необходимые для выполнения проектов.

Программа помогает выбрать наиболее эффективное сочетание финансируемых одновременно проектов, обеспечить контроль их выполнения, своевременно принять решение о прекращении финансирования.

В профессиональной версии Project Expert для холдинговых структур реализовано следующее функции:

1) Финансовая модель холдинга

Моделирование финансовой деятельности холдинговой структуры с использованием финансовых моделей входящих в него предприятий, подготовленных в Project Expert. Финансовая модель отражает схему взаимодействия управляющей компании холдинга как «внутреннего» проекта и его дочерних предприятий - как «внешних» проектов. В модели внешние проекты связаны с внутренним проектом финансовой деятельностью - обязательствами по выданным кредитам и по вкладам в

уставный капитал. В Кэш-Фло холдинга отражена операционная и инвестиционная деятельность самой управляющей компании холдинга («внутренний» проект), ее финансовая деятельность по привлечению собственных и заемных средств, а также по финансированию предприятий холдинга и инвестированию в их акционерный капитал.

2) Финансирование деятельности холдинга

Финансирование деятельности холдинга производится как путем реализации собственной операционной и финансовой деятельности управляющей компании (внутренний проект), так и путем финансирования других предприятий/проектов холдинга. Для этого формируется список проектов, финансируемых холдингом, указываются условия финансирования каждого из них (кредиты, вложения в акции), возврата вложенных средств (возврат кредитов, продажа акций) и получения доходов (проценты по кредитам, дивиденды по акциям).

3) Результаты

Получение прогнозного Кэш-Фло холдинговой структуры, денежных потоков холдинга (инвестированные средства, изъятые средства, доходы), расчет показателей эффективности инвестиций всего холдинга. Для управляющей компании (внутренний проект) и каждого из предприятий/проектов холдинга - получение всех форм отчетности, предусмотренных в Project Expert, включая детализированную по строкам отчетность и специальные таблицы для использования дополнительных исходных данных и результатов расчета.

4) Получение консолидированной отчетности холдинга

В младших версиях эта возможность недоступна. В PIC Holding в модуле Integrator с этой целью реализованы таблицы пользователя, которые

позволяют создавать и консолидировать любые формы отчетности предприятий холдинга на основе данных итоговых таблиц, таблиц детализации и пользователя, стартового баланса любого из проектов с использованием математических зависимостей (механизма "Формулы"). Создаваемые формулы жестко привязаны к структуре проектов, удаление или добавление нового проекта приведет к частичному или даже полному изменению формул.

5) Интеграция с корпоративными информационными системами (КИС)

Холдинговая версия позволяет осуществить интеграцию с КИС на уровне данных. Для этого в комплект поставки PIC Holding включена специальная утилита PEXCHANGE, снабженная документацией по работе с ней и примером ее использования.

Интеграция осуществляется следующим образом: КИС формирует определенной структуры текстовый файл, содержащий как необходимые для создания финансовой модели данные, так и команды по их обработке. Этот текстовый файл обрабатывается утилитой PEXCHANGE, что позволяет:

- сформировать на основании исходных данных новый файл проекта Project Expert - финансовую модель;
- внести обновления в финансовую модель и произвести ее расчет;
- экспортировать результирующие данные в указанный текстовый файл.