

Федеральное государственное образовательное учреждение высшего
профессионального образования
**«Финансовая академия при Правительстве Российской
Федерации»**

Факультет «Финансы и кредит»
Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

_____ Б.Б. Рубцов

(подпись)

«__» _____ года

(число) (месяц) (год)

Выпускная квалификационная работа

Бугаевой Дарьи Леонидовны

на тему:

«Проблемы развития рынка слияний и поглощений в России»

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:

Кандидат экономических наук, доцент, Анненская Н.Е. _____

(подпись)

(подпись автора работы)

Москва – 2010

Содержание

Введение.....	3
1 Содержание процесса слияний и поглощений.....	7
1.1 Процесс слияний и поглощений: определения и типология.....	7
1.2 Методика осуществления сделок слияний и поглощений.....	12
1.3 LBO как инструмент финансирования операций слияний и поглощений	17
2 Анализ российской практики слияний и поглощений.....	26
2.1 Современные тенденции рынка слияний и поглощений в России.....	26
2.2 Регулирование слияний и поглощений в России: законодательство и роль антимонопольного органа.....	40
3 Проблемы развития российского рынка слияний и поглощений.....	57
3.1 Проблемы развития российского рынка слияний и поглощений.....	57
3.2 Трансграничные слияния и поглощения с участием российского капитала.....	62
Заключение.....	75
Список использованной литературы.....	82
Приложение А.....	87
Приложение Б.....	88
Приложение В.....	89
Приложение Г.....	90
Приложение Д.....	91
Приложение Е.....	92
Приложение Ж.....	93
Приложение З.....	94

Введение

В современных рыночных условиях компании, ориентируясь на экспансию и рост, стремятся находить дополнительные источники расширения своей деятельности. Многие предприятия прибегают к стратегии развития за счет слияний и поглощений. При этом существуют абсолютно противоположные точки зрения на целесообразность и эффективность подобных сделок. С одной стороны, продуманная стратегия слияний и поглощений может привести к более рациональному использованию активов и позволить компании добиться положительных финансовых результатов. С другой стороны, сделка может оказаться лишь отражением личных интересов менеджеров или собственников бизнеса, снижающая, а не повышающая эффективность компании. Так, ряд проведенных исследований показал, что многие слияния и поглощения не привели в итоге к увеличению стоимости бизнеса: медленно растущие компании так и не смогли увеличить темп роста, а темп доходов до сделок в некоторых случаях либо замедлился, либо не оправдал ожидания инициаторов сделки¹.

Тем не менее, несмотря на неоднозначность в оценках данного процесса, консолидация через слияния и поглощения на сегодняшний день набирает обороты во всем мире, в том числе и в России. Активизация процессов слияний и поглощений оказывает существенное влияние на все уровни национальной экономики и на игроков рынка. Растут не только количество и объемы сделок, но и повышается их сложность. В структурировании слияний и поглощений все чаще используют инструменты финансовых рынков, появляются более сложные формы финансирования, в том числе с использованием заемных средств (LBO).

¹ Гвардин С.В. Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт – М.: Эксмо, 2008, стр.122

В России в результате волн слияний и поглощений сформировались целые отрасли - нефтяная отрасль, черная металлургия, целлюлозно-бумажная промышленность, сотовая связь и т.д. Особую роль сыграли стоимость активов отечественных предприятий, уровень законодательной базы, а также отношение органов государственной власти к подобным процессам.

В период активного передела собственности в нашей стране у многих компаний развилось впечатление, что слияния и поглощения – это относительно простой способ расширения бизнеса. Закрепление собственности над предприятиями осуществлялось по цене, уступавшей их рыночной стоимости, что позволяло собственникам оставаться в выигрыше. Предприниматели активно приобретали любые свободные активы, предложенные в период приватизации и распродажи государственного имущества. Тем не менее, время «бездумного» передела собственности в России постепенно стало заканчиваться. Сегодня процессы слияний и поглощений начинают приобретать все более цивилизованный вид, экономика стабилизируется, а уровень корпоративного управления повышается. К тому же сокращается количество свободных активов, не закрепленных за финансово-промышленными группами. В этой ситуации компаниям все тяжелее извлекать значительную выгоду от новых приобретений.

Обозначенные обстоятельства определяют актуальность выбранной мною темы. Целью работы является исследование отечественного рынка слияний и поглощений на современном этапе. В связи с поставленной целью в качестве задач я выделила:

- уточнение понятия и анализ основных тактических шагов сделок слияний и поглощений;
- выявление существующих тенденций отечественного рынка слияний и поглощений;
- формулирование возможностей и проблем развития механизмов

слияний и поглощений в России.

В первой главе раскрывается понятие и классификация сделок слияний и поглощений. Кроме того, описываются этапы, через которые проходят компании в процессе осуществления реорганизаций. В конце главы подробно рассматривается сущность механизма LBO как источника финансирования слияний и поглощений и анализируется практика использования данного инструмента отечественными компаниями.

Вторая глава представляет собой исследование российского опыта слияний и поглощений. При этом особое внимание акцентируется на состоянии отечественного законодательства, а также усиливающейся роли государства в данной сфере.

В третьей главе обозначаются проблемы, сдерживающие развитие российского рынка слияний и поглощений. Кроме того, изучаются трансграничные сделки с участием российского капитала, их выгоды и угрозы для отечественных компаний и экономики в целом.

Процесс слияний и поглощений очень сложен, в связи с чем представляется невозможным рассмотреть все вопросы в рамках одной работы. Так, например, в работе не исследуется тема оценки стоимости компаний как этапа сделок слияний и поглощений, а также не анализируется зарубежный рынок M&A.

Методологической базой моего исследования являются как отечественные, так и зарубежные разработки. В частности, можно отметить таких авторов, как Стэнли Фостер Рид, Патрик Гохан, Тони Гранди. При этом отмечу, что изученная мною зарубежная литература основывается на американской практике сделок слияний и поглощений, а потому недостаточна для анализа российского опыта. Среди отечественных авторов следует выделить С.Гвардина, И.Чекуна, Ю.Ахвачева, А.Молотникова. В работе использовались законодательные и нормативные акты Российской Федерации, а также материалы периодических изданий (журналы «Слияния и поглощения», «Финансовый директор», «Инвестиционный банкинг»,

«Эксперт», газета «Коммерсантъ»). Другими источниками фактического материала стали исследования и обзоры крупнейших международных консалтинговых компаний (KPMG, PriceWaterHouseCoopers, Ernst&Young), а также интернет-сайты, посвященные тематике слияний и поглощений (www.mergers.ru, www.maonline.ru).

1 Содержание процесса слияний и поглощений

1.1 Процесс слияний и поглощений: определения и типология

Компании, развиваясь и стремясь к максимизации прибыли, оказываются перед выбором источника роста. С одной стороны, развитие возможно за счет собственных производственных мощностей, с другой – за счет приобретения уже действующего предприятия или его доли. Второй путь имеет ряд сравнительных преимуществ, а именно:

- покупка действующей компании может ускорить достижение поставленных целей (например, при выходе на новые рынки);

- затраты, связанные с ростом организации за счет внутренних ресурсов могут существенно превышать затраты на приобретение действующей компании;

- путем объединения компаний можно достичь более эффективное использование ресурсов за счет диверсификации производства, эффекта масштаба, централизации функций подразделений и объединения НИОКР.

И действительно, преимущества сделок по слияниям и поглощениям заставляют многие компании выбирать именно такую стратегию развития бизнеса. Что же представляет собой процесс слияний и поглощений?

В экономической литературе термины слияния и поглощения в большинстве случаев используются вместе как связка (mergers&acquisitions или M&A), и выявить четкое различие между этими понятиями достаточно сложно. В среде инвестиционных банкиров, специализирующихся на финансовом консультировании, любую сделку именуют сделкой M&A, независимо от ее сущности.

В мировой практике слиянием называют объединение двух компаний, при котором одна из них продолжает существовать, а другая прекращает свою деятельность. В результате слияния компания-покупатель становится владельцем активов и обязательств купленной компании. В российском законодательстве подобная сделка именуется «присоединением». Слияние же трактуется как «возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних»². То есть, имеется в виду, что происходит прекращение деятельности всех юридических лиц, участвующих в сделке, а права собственности и обязательства передаются вновь созданной компании.

Термину поглощение свойственен более неопределенный характер. В одних источниках он выступает синонимом термина слияние, в других - им обозначают враждебные сделки. А порой термин поглощение применяется как указание на превосходство покупателя над приобретаемой компанией по размерам. Однако, на мой взгляд, данные определения неточны. Существуют критерии, позволяющие отличить слияния от поглощений. Слияние – сделка, при которой осуществляется конвертация акций объединяющихся компаний, состав собственников при этом сохраняется. Новое общество обязано выпустить акции для их передачи акционерам объединяемых компаний, а ранее выпущенные ценные бумаги обществ-участников сделки должны быть изъяты из обращения. Таким образом, слияние связано с проведением операций на первичном рынке ценных бумаг. Поглощение – сделка по покупке контрольного пакета акций, в ходе которой изменяется состав собственников, а иногда и состав менеджмента купленной компании. Рынок поглощений – это рынок приобретения голосующих акций компаний, а потому операции по выкупу акций у их владельцев осуществляются на вторичном рынке. Таким образом, на мой взгляд, такой подход к определению слияний и поглощений более содержателен, нежели подход,

² Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 №208-ФЗ

при котором слияние определяется как любое объединение дружественного характера, а поглощение отождествляется исключительно с враждебной формой реорганизации.

Перейду к классификации сделок слияний и поглощений. Таких классификаций может быть предложено огромное количество – чем сложнее сделка, тем больше признаков, по которым можно характеризовать процесс. Тем не менее, в работе я остановлюсь на наиболее распространенных классификациях.

По характеру отношений между покупателем и компанией-целью выделяют дружественные и враждебные слияния и поглощения. Дружественные сделки совершаются по обоюдному согласию сторон, покупатель делает предложение о сделке менеджерам компании-цели. Враждебные сделки совершаются против воли приобретаемой компании. Покупатель осуществляет предложение напрямую акционерам компании-цели без предварительного одобрения со стороны менеджмента. В мировой практике подобные транзакции менее распространены, чем дружественные сделки³. Тем не менее, в странах с неразвитым законодательством в сфере слияний и поглощений такие сделки доминируют.

По характеру интеграции принято выделять горизонтальные, вертикальные и конгломератные слияния и поглощения.

Горизонтальные слияния и поглощения предполагают объединение компаний одной отрасли, производящих схожую продукцию и имеющих схожий производственный цикл. Данный тип сделок позволяет компаниям увеличить свою долю на рынке, поэтому особо регулируется государством

³ Рид С.Ф., Лажу А. Искусство слияний и поглощений – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004, стр.28

через систему антимонопольных мер (например, сдерживание цен на выпускаемую продукцию или поддержание определенного объема выпуска)⁴.

Вертикальная интеграция заключается в объединении компаний, занятых на разных этапах одного производственного процесса. В данном случае возможно слияние компании с поставщиком сырья (восходящая интеграция) или с конечным потребителем (нисходящая интеграция). Например, комбинат по производству металлопроката объединяется со станкостроительным заводом (нисходящая интеграция, то есть объединение с компанией, относящейся к следующей стадии производственного процесса) или, допустим с компанией, занимающейся добычей железной руды (восходящая интеграция, то есть слияние с компанией предыдущего этапа производственного процесса). Фактически компания принимает на себя дополнительные расходы на содержание структуры (даже в условиях ее рентабельности) и отвлекает дополнительные финансовые ресурсы. Поэтому на практике данный тип сделок слияний и поглощений наименее распространен и оправдан только в том случае, если приобретение в самом деле необходимо для компании. В большей степени к таким приобретениям обращаются добывающие предприятия, когда технологическая цепочка требует постоянного взаимодействия продавцов и покупателей, в результате чего транзакционные издержки значительно возрастают. Наиболее яркие примеры российской практики – приобретение НК "ЛУКОЙЛ" в 1998 г. контрольного пакета румынского нефтеперерабатывающего завода "Петротел", формирование холдинга "Сибирский Алюминий" вокруг Саянского Алюминиевого Завода (куда вошли заводы по выпуску алюминиевого проката, производству алюминиевой фольги и алюминиевых банок).

⁴ Гвардин С.В. Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт –М.: Эксмо, 2008, стр.122

Конгломератные сделки слияний и поглощений - это объединение компаний различных отраслей и производящих различную продукцию. Другими словами, это диверсификация бизнеса, обеспечивающая смягчение влияния конъюнктуры рынка на деятельность компании. Отмечу, что такая стратегия связана с повышенным риском, так как компания выходит на новые, ранее не опробованные рынки, что увеличивает риск утраты ее стоимости. В то же время предпочтение такому типу сделок отдается в большей степени, так как они направлены на отрасли и сектора рынка, имеющие привлекательную доходность по сравнению с основным направлением бизнеса, а, следовательно, в большей степени могут обеспечить создание дополнительной стоимости для собственников компании.

Сделки слияний и поглощений могут носить стратегический или финансовый характер. Стратегическая сделка предполагает, что объединенные компании будут функционировать как единое целое, получив синергетический эффект от проведенной транзакции. Финансовые слияния и поглощения совершаются инвесторами, которых могут даже не интересовать совместимость приобретаемой компании с активами покупателя. Главная забота такого инвестора – определить, будет ли компания генерировать денежный поток, достаточный, чтобы окупить заплаченную цену и обеспечить прибыль от сделки. Предприятия, занимающиеся скупкой активов, имеющих низкую рыночную стоимость, приобретают активы и «работают» над ними, чтобы в будущем продать по более выгодной цене. Практически все такие приобретения осуществляются за счет заемных средств. А это, в свою очередь, не позволяет компаниям затягивать процесс купли-продажи, заставляет их оптимально подходить к затратной части проектов. Такая тактика в большинстве случаев находит свое применение на развивающихся рынках, где значительное количество национальных предприятий имеют низкую рыночную капитализацию.

1.2 Методика осуществления сделок слияний и поглощений

Стратегия развития путем слияний и поглощений сопряжена с множеством рисков. Многие сделки в конечном итоге не приносят ожидаемой синергии, а то и вовсе оказываются убыточными. Среди причин низкой эффективности исследуемых процессов можно выделить неправильное структурирование сделки, переоценку возможностей поглощающей компании, неверную оценку стоимости компании-цели (риск переплаты) и необходимых финансовых ресурсов, управленческие ошибки, а также проблемы постинтеграционных процессов в новой компании. Таким образом, принятие решения о слиянии и поглощении – критический момент для предприятия. Здесь особенно важен взвешенный и обдуманный подход к подготовке и реализации реструктуризации.

Критерии отбора компании-цели и критические точки, на которых необходимо концентрировать внимание в процессе выработки стратегии, формируются исходя из целей и задач покупателя. Основные предпосылки для осуществления слияний и поглощений компаниями следующие:

1) Стремление предприятия к достижению определенных финансово-экономических показателей, требующихся для его развития. Вхождение в бизнес конкурента может усилить конкурентные преимущества, расширить рынки сбыта, географическое присутствие и увеличить производственные мощности. Диверсификация позволяет перераспределить свободные денежные средства в более ликвидные и перспективные активы, что может способствовать решению проблем компании и улучшению ее финансового положения в будущем.

2) Желание компании стать более привлекательной для инвесторов – увеличить капитализацию и обрести публичность, выйдя на фондовый

рынок. Так, это может быть достигнуто путем приобретения компании, уже имеющей листинг на фондовой бирже⁵. Данная стратегия направлена на быстрый вход на публичный рынок с целью использования благоприятной рыночной конъюнктуры и интереса к отрасли со стороны инвесторов. Для осуществления же собственного размещения компании необходимо отвечать определенным требованиям в части раскрываемости информации, финансово-экономического состояния и тд. Кроме того, инвесторов интересуют масштабы бизнеса, в том числе достигнутый уровень капитализации предприятия. В связи с этим нередко предприятия перед выходом на публичный рынок осуществляют ряд приобретений ликвидных активов, чтобы увеличить данный показатель, и соответственно шансы успешного размещения. В целом в связи с динамичным развитием фондового рынка и популярностью процессов IPO в настоящее время актуальность данных мотивов слияний и поглощений особенно возросла⁶.

3) Желание акционеров выйти из бизнеса посредством продажи/обмена своих акций на акции поглощаемой компании или сугубо спекулятивные интересы. Компании приобретают недооцененные активы для их дальнейшей перепродажи по более выгодной цене. Так, девелоперские компании нередко приобретают компании, обладающие ликвидной коммерческой недвижимостью с целью их спекулятивной продажи. Доходность от реализации таких проектов очень высока⁷.

При осуществлении слияний и поглощений необходимо помнить, что их успешность зависит от многих факторов. Так, на мой взгляд, важно отметить фактор времени. Дело в том, что растягивание проекта во времени может привести к финансовым потерям для участников сделки. Подготовка и реализация слияний и поглощений – длительный процесс, на который у

⁵ Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России – Спб.: Питер, 2007, стр. 39

⁶ Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России – Спб.: Питер, 2007, стр. 39

⁷ Бурнашева И. Финансы: Слияние = выживание?// Консультант № 5, 1 марта 2009г.

компании может уйти несколько лет. Фактор времени особенно критичен для динамично развивающихся отраслей, в которых время для осуществления подготовительных мероприятий и реализации проектов сильно ограничено. Кроме того, чтобы сделка привела к положительному эффекту необходимо определить правильный момент для ее осуществления. Использование благоприятной рыночной конъюнктуры позволяет существенно снизить стоимость входа в тот или иной сектор рынка и способствует успешности сделки M&A.

Алгоритм действий компании в ходе осуществления слияний и поглощений я разделю на следующие этапы:

1) Подготовительный этап, в рамках которого устанавливаются цели, разрабатывается стратегия, анализируются возможности рынка и вероятные сценарии развития компании. На этом этапе компания-приобретатель формирует команду, ищет объект для покупки, анализирует собранную информацию о ней, оценивает стоимость, риски и возможный синергетический эффект. Участники транзакции проводят переговоры и согласовывают цену сделки.

2) Структурирование сделки, включающее определение структуры сделки, привлечение финансирования, проведение переговоров и юридическое оформление процесса. Компания-покупатель проводит тщательную финансовую, налоговую и юридическую экспертизу компании-цели – *due diligence*.

3) Выполнение сделки – интеграция, сопровождающаяся исполнением платежей с участием банка в качестве платежного агента, сотрудничеством с депозитарием при передаче прав собственности на акции и тд.

4) Постинтеграционные процессы, предполагающие адаптацию объединенных предприятий друг к другу. «Пущенная на самотек внутренняя

конкуренция культур объединенных предприятий может оказаться не менее разрушительной по результатам, чем происки «внешних» конкурентов»⁸.

На реализацию сделок слияний и поглощений влияют процессы внешней среды. Действия других игроков, законодательная база, административные барьеры заставляют корректировать выбранную стратегию с учетом постоянно меняющейся ситуации на рынке. Поэтому перед осуществлением сделки компания должна четко оценить свое положение на рынке, сильные и слабые стороны, а также потенциальные риски, то есть провести стратегическое планирование. Процесс слияния и поглощения нужно нацеливать лишь на те отрасли и компании, доступ в которые обеспечит выгодное использование собственных сильных сторон и укрепление слабых⁹. Прежде чем принять решение о вхождении в новую область бизнеса, компании необходимо проработать возможный сценарий развития ситуации в отрасли и проанализировать соответствие компании-цели профилю своей деятельности. Любая инвестиция в поглощение должна оцениваться в сравнении с затратами на достижение тех же результатов посредством программы внутреннего развития¹⁰.

В процессе слияний и поглощений существенную роль играет процедура оценки бизнеса. Оценкой занимаются и сами продавцы, и покупатели, и привлеченные инвестиционные банки и профессиональные оценщики. Потребность в оценке возникает на всех этапах сделки, и она должна быть объективной. Во-первых, без нее не обойтись на подготовительном этапе сделки - необходимо проанализировать ценность поглощаемой компании, как с рыночной точки зрения, так и с точки зрения стоимости для инвесторов (инвестиционной стоимости). Кроме того, необходимо выявить стоимостной эффект от реорганизации – как

⁸ Журавлев С. После слияния: казарма или коммуналка? Проблемы интеграции при сделках M&A// Слияния и поглощения № 3(73) 2009г.

⁹ Рид С.Ф., Лажу А. Искусство слияний и поглощений – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004, стр.28

¹⁰ Бурнашева И. Финансы: Слияние = выживание?// Консультант № 5, 1марта 2009г.

соотносится стоимость компаний до сделки со стоимостью объединенного предприятия и насколько велик потенциально возможный эффект «синергии». И наконец, оценка является неотъемлемой частью непосредственно процесса интеграции. Миноритарные акционеры обычно имеют возможность продать свои акции по заранее определенной стоимости либо конвертировать их в акции объединенного предприятия. При этом оценка необходима как для определения коэффициента конвертации, так и в целях выкупа акций у миноритарных акционеров¹¹. Даже незначительные ошибки и неправильная оценка стоимости в таких случаях способны повлечь за собой серьезные проблемы при осуществлении сделок.

Говоря о структурировании сделки, отмечу, что под структурой понимается механизм осуществления реорганизации, а именно передача акций компании или непосредственно продажа активов. Анализ мировой практики показывает, что при использовании механизма покупки активов появляются трудности, связанные с выплатой значительных налоговых платежей, поскольку все операции с активами подлежат налогообложению. Кроме того, покупка активов представляет собой более дорогостоящее мероприятие в сравнении с выкупом акций и предполагает привлечение значительных финансовых ресурсов. В связи с этим механизм покупки акций используется чаще участниками слияний и поглощений.

В ходе осуществления сделки слияния и поглощения обязательно осуществляется всесторонняя проверка компании-цели – процедура *due diligence*. Она включает в себя различные аспекты деятельности предприятия: от налоговой стороны до анализа рисков структуры управления активом. В частности, нередко сочетаются услуги юристов, аудиторов, финансистов, что позволяет провести комплексный анализ и представить заинтересованным лицам единый отчет, содержащий выводы специалистов в отношении того,

¹¹ Бельшева И., Козлов Н. Оценка бизнеса для целей М&А. Инфраструктура рынка оценки в России// Слияния и поглощения №1, январь 2008г.

как исключить и снизить правовые и налоговые риски, которые последуют за активом или бизнесом в случае его приобретения. На основании полученной информации покупатель принимает решение относительно возможности и целесообразности совершения сделки по приобретению объекта. Иногда в ходе изучения компаний обнаруживаются «скелеты в шкафу» - они превращают покупку бизнеса в бессмысленное мероприятие. Результаты due diligence направлены на то, чтобы сблизить позиции продавца и покупателя по вопросу конечной суммы сделки.

Наконец, критическим фактором в ходе осуществления сделки слияний и поглощений является наличие финансовых ресурсов. Ограниченность собственных средств требует от компании более тщательного и взвешенного анализа проектов слияний и поглощений с точки зрения их финансовой составляющей и заставляет обращаться к внешним источникам ресурсов. Данный вопрос, на мой взгляд, является особенно важным, а потому будет рассмотрен в деталях далее.

1.3 LBO как инструмент финансирования операций слияний и поглощений

Сделки слияний и поглощений требуют значительных объемов финансовых средств. При этом они могут оплачиваться как денежными средствами или акциями приобретающей компании, так и путем комбинированного применения данных финансовых инструментов. Если выбор останавливается на оплате сделки акциями, покупатель может обратиться к использованию недоразмещенных акций последних выпусков, выкупу акций у своих акционеров или использовать ранее выкупленные акции. Покупатель также может осуществить новую эмиссию акций. Так, например, в 2006 году ритейлер «Пятерочка» приобрел 100% акций торговой сети «Перекресток» за \$300 млн. в виде денежных средств и 15,8 млн. акций

новой эмиссии¹². Кроме акций могут использоваться ценные бумаги, конвертируемые в акции, – облигации, конвертируемые в акции, и опционы эмитента.

Однако в целом ценные бумаги компании-инициатора сделки («rare deals») в России используются крайне редко. В большинстве случаев слияния и поглощения оплачиваются денежными средствами¹³. Их источниками могут выступать собственные ресурсы. Однако такую роскошь могут позволить только крупные покупатели, и то в случае поглощения гораздо меньшей компании. Более того, порой использование собственных средств может принести гораздо меньшие выгоды от сделки, чем привлечение заемного капитала. Использование нестандартных, комбинированных форм привлечения финансовых ресурсов дает компании преимущества при сделках слияний и поглощений. Предприятия все чаще используют выпуск облигаций, размещение акций на бирже, получение синдицированных банковских кредитов и тд. Увеличение возможностей, в том числе для выкупа компаний с помощью долгового финансирования, способствует развитию процессов слияний и поглощений.

Leveraged buy-out (LBO) – инструмент финансирования сделок слияний и поглощений, «предусматривающий приобретение контрольного пакета акций компании за счет привлечения заемных средств»¹⁴. Обеспечением по таким сделкам выступают активы или акции поглощаемого предприятия. Такая передача долговой нагрузки на целевую компанию отличает LBO от обычной формы кредитования. Если же выкуп осуществляется менеджментом, такая транзакция называется Management buy-out (MBO). Иногда компании прибегают именно к выкупу менеджментом, когда желают освободиться от непрофильного направления своей деятельности¹⁵.

¹² www.x5.ru/press

¹³ Хмыз О. Инвестиционные стратегии многонациональных корпораций// Управление компанией 07.04.2004

¹⁴ Альбетков А. Способы привлечения в компанию заемного финансирования// Финансовый директор №1, 2007г.

¹⁵ Рид С.Ф., Лажу А. Искусство слияний и поглощений – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004, стр.65

Стимулом для менеджеров служит возможность получения прибыли от сделки, а также установление контроля над компанией с целью устранения зависимости от собственников или защиты от недружественного поглощения. Образовавшаяся долговая нагрузка накладывает обязательства на менеджмент предприятия, что заставляет их вести бизнес более эффективно.

Вместе с тем выкуп с высокой долей заемных средств делает компанию уязвимой - процентные платежи могут отвлечь значительные объемы ресурсов на развитие бизнеса. Поскольку проценты за кредит погашаются за счет денежных потоков целевой компании, то любые сбои в ее работе могут спровоцировать нехватку средств для выплаты кредита. В связи с этим LBO как финансовая операция применима не для каждой компании. Как правило, потенциальный объект LBO – это недооцененная компания, кредитный риск которой в момент заключения сделки является минимальным. Бизнес привлекателен, если он «характеризуется стабильностью денежных потоков, финансово устойчив и имеет предсказуемый уровень капитальных затрат»¹⁶.

При совершении сделки LBO у покупателей возникает риск неправильной оценки активов и перспектив приобретаемого бизнеса - цена покупки может сильно превысить действительную стоимость. В России эта проблема особенно актуальна в силу информационной непрозрачности отечественных предприятий¹⁷. В связи с этим для осуществления сделок слияний и поглощений с использованием инструмента LBO покупающая сторона обычно обращается к посреднику, специализирующемуся на подобных операциях – инвестиционному банку. Именно инвестиционный банк ответственен за многие аспекты в ходе осуществления сделок LBO. Банковские сотрудники должны оценить активы и будущие денежные

¹⁶ Рыжков К. LBO - бизнес терпеливых// Рынок ценных бумаг, июль 2006г.

¹⁷ Пушкин А.В. Сделки LBO. Новое слово в слияниях и поглощениях//Корпоративные споры, 3 июля 2008г.

потоки предприятия, чтобы покупатель был уверен, что транзакция сможет принести не меньшие прибыли, чем было затрачено средств на покупку¹⁸.

В мировой практике источники финансирования LBO делятся на старшие и субординированные¹⁹. Старшие долговые обязательства представляют собой заимствование у банков под обеспечение. Это наиболее дешевый источник финансирования, поэтому приобретатель должен стремиться к максимально возможному увеличению его доли в заимствованиях. В качестве обеспечения могут выступать активы, акции или денежные потоки приобретаемой компании. На первый взгляд, кажется, что такой подход противоречит здравому смыслу – организатор LBO передает в обеспечение активы еще не принадлежащей ему компании. На практике для устранения данного противоречия используют перевод денег через эскроу-счета²⁰. В данном случае покупатель не получает денежные средства, а они выплачиваются продавцу при соблюдении определенных условий. Возможен вариант, при котором в момент осуществления сделки акции условно переходят на счет покупателя, и одновременно в реестре обозначается обременение ценных бумаг в пользу банка. Обычно в целях минимизации рисков банк-кредитор настаивает на проведении сделки через него или выбранный им депозитарий.

Иногда, для того чтобы кредитору обеспечить безопасность перехода прав собственности к нему в залог, в сделках LBO используется специально созданная компания-посредник (SPV — Special Purpose Vehicle)²¹. Механизм сделки в этом случае следующий. Банк создает новую компанию (SPV) и выдает кредит покупателю. Покупатель передает эти деньги SPV, приобретая на всю сумму выпущенные ею векселя. В свою очередь, на полученные средства компания-посредник покупает целевую компанию. После того как

¹⁸ Пятицкая Л. Как приобрести бизнес на заемные средства// Финансовый директор №1 2007г.

¹⁹ Рид С.Ф., Лажу А. Искусство слияний и поглощений – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004, стр.108

²⁰ Цховребов Мелс LBO по-русски II// Слияния и поглощения №3(37) 2006г.

²¹ Пятицкая Л. Как приобрести бизнес на заемные средства// Финансовый директор №1 2007г.

компанией-покупателем кредит погашен, к ней переходят права на владение SPV.

Другая проблема, связанная с обеспечением долга, - проблема утверждения с другими акционерами вопроса передачи в обеспечение имущества компании-цели. Денежный поток не может быть просто изъят и использован в пользу сделки. «Передачу активов в обеспечение можно квалифицировать как сделку с заинтересованностью, которая должна одобряться большинством незаинтересованных акционеров»²².

В случае несложной сделки может быть достаточно одного кредитора, однако, крупные сделки требуют участия нескольких банков. Обеспечения основной суммы долга может быть достаточно лишь для покрытия части цены приобретаемой компании. В связи с этим компании привлекают дополнительные финансовые ресурсы без обеспечения - субординированные кредиты. Возможно структурирование займа за счет выпуска облигаций. Они отличаются высокой степенью доходности и обычно продаются институциональным инвесторам. Финансирование через выпуск облигаций покрывает разрыв между тем, что банки согласны «заплатить» за компании, и капиталом инвесторов, который они готовы вложить сами. Поскольку подготовка и осуществление выпуска облигаций на рынке требуют определенного времени, можно использовать бридж-финансирование - промежуточный кредит с последующим рефинансированием. Кредит гасится за счет погашения облигаций и получения дохода по ним.

По оценкам специалистов, в среднем для сделок слияний и поглощений с использованием инструмента LBO «характерна следующая структура финансирования: старший долг (под обеспечение активов поглощаемой компании) составляет 5–20%, субординированный долг — 40–80%, привилегированные акции — 1–20% , обыкновенные акции — 1–20%»²³.

²² Цховребов Мелс LBO по-русски II// Слияния и поглощения №3(37), 2006г.

²³ Вишкарева И.А. Перспективы развития LBO на Российском рынке// Инвестиционный банкинг №1, 2007

Каждый класс кредиторов информирует покупающую компанию о размерах финансовых средств, которые он готов предоставить. Доля акционерного капитала при LBO ничем не регламентируется, тем не менее, она должна быть достаточной для обеспечения платежеспособности компании.

Поскольку финансирование сделки слияний и поглощений с использованием механизма LBO - это риск для кредитующего банка, то банк может требовать от покупателя соблюдать некоторые условия деятельности. Кредитор может обязать заемщика управлять приобретенным бизнесом, руководствуясь разработанным им бизнес-планом, следить за использованием заемных средств только на оговоренные цели, периодически запрашивать отчетность и запретить продажу или обременение активов без его согласия.

На сегодняшний день банковский кредит является наиболее предпочтительным источником финансирования сделок слияний и поглощений для отечественных предприятий. Это связано с более низкими затратами на получение кредита, а также возможностью досрочного возврата кредита. Кредит компания-заемщик возвращает по фиксированной процентной ставке, в то же время доходность облигаций зависит от колебаний на рынке. Тем не менее, доступность кредита для российских предприятий ограничена. Компания должна располагать ликвидными активами, стоимость которых превышает стоимость кредита, и должна иметь положительную динамику финансовых показателей и кредитную историю.

Говоря об использовании в сделках выпуска облигаций, отмечу, что стремительный рост данного сегмента в России в настоящий момент способствует активизации использования облигаций как инструмента финансирования сделок M&A. Так, компания «Аптечная сеть 36,6» в 2007 году использовала облигационный заем под дальнейшее расширение сети

путем приобретения других аптек²⁴. Кроме того, российские компании стали привлекать долгосрочные ресурсы с помощью размещения еврооблигаций. Например, в 2003 году компания «МТС» выпустила еврооблигации на сумму \$ 400 млн. на пять лет, средства от размещения которых она намеревалась направить в том числе на покупку украинского оператора «УМС»²⁵. Тем не менее, фактором, ограничивающим возможность использования еврооблигаций в финансировании российских сделок M&A, является необходимость наличия позитивного рейтинга у компаний. Это является условием, на котором основывается интерес инвесторов к выпущенным бумагам.

В случае необходимости привлечения краткосрочных средств может быть использован выпуск векселей. Так, в 2003 году Петербургский мельничный комбинат выпустил 6-месячные векселя на сумму 400 млн. руб. для финансирования покупки Ленинградского комбината хлебопродуктов им. Кирова²⁶. Однако в России на данный момент отсутствует рынок корпоративных векселей, кроме «голубых фишек», что затрудняет выход на него мелких и средних предприятий.

И наконец, теоретически для оплаты сделок могут быть использованы производные финансовые инструменты. Такие сделки происходят за рубежом, а в качестве применяемых производных выступают варранты и опционы. Тем не менее, в России рынок производных развит слабо, а, следовательно, возможность эффективного выхода российских компаний на этот рынок для финансирования M&A ограничена. То же самое могу сказать о рынке публичного размещения акций на биржевом рынке – проведении IPO (SPO). Несмотря на бурное развитие данного сегмента в последнее время, этот механизм пока не нашел широкого применения в ходе отечественных

²⁴ <http://www.mergers.ru/review/comments>

²⁵ <http://www.finam.ru/analysis>

²⁶ Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России – Спб.: Питер, 2007, стр. 135

M&A. Для использования публичного размещения акций компания должна соответствовать определенным требованиям, в том числе иметь достаточную капитализацию, что является проблемой для многих отечественных предприятий.

В целом в России использование механизма LBO в сделках слияний и поглощений находится на начальной стадии развития. Подобные сделки не требуют раскрытия информации, а это, в свою очередь, не позволяет установить их точное количество. Зачастую отечественные LBO приобретают форму внутренних сделок между дружественными акционерами и финансируются структурами, аффилированными с покупателями компании, а не на рыночной основе. Среди отечественных сделок, по которым есть информация в открытых источниках, можно отметить следующие крупные сделки. В 2004 г. «Роснефть» приобрела более крупную компанию «Юганскнефтегаз», профинансировав покупку за счет займа \$1,8 млрд у госбанков, выпуска векселей на \$6,1 млрд и их рефинансирования за счет \$6-миллиардного аванса от China National Petroleum Corporation²⁷. В 2006 г. российская Evraz Group купила американской Oregon Steel Mills за \$2,3 млрд при помощи синдицированного кредита в размере \$1,8 млрд, организаторами которого выступили Credit Suisse и UBS²⁸. Есть сделки и меньших масштабов, в том числе «приобретение Efes Breweries International N.V. (EBI) 92,34% акций ОАО «Красный Восток-Солодовпиво» с участием Citibank и HSBC, приобретение ОАО «Челябинский трубопрокатный завод» 57,22% акций Первоуральского новотрубного завода на деньги ЕБРР»²⁹. Примером отечественной сделки слияния и поглощения с использованием механизма MBO может служить выкуп менеджментом контрольного пакета акций инвестиционного банка

²⁷ <http://www.cbonds.info/all/rus/news/index.phtml/params/id/319513>

²⁸ <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/20061222173714.shtml>

²⁹ Цховребов Мелс Золотой трон советника// Эксперт № 15(556), 16 апреля 2007г.

«Траст» у финансовой группы МЕНАТЕП.³⁰ Детализация проведенных в России сделок LBO за 2002-2006гг. приведена в Приложении А.

Для компаний, занимающихся организацией LBO, – это высоко прибыльный бизнес. Тем не менее, в России пока единицы банков занимаются LBO в силу ограниченных свободных для инвестирования в подобные проекты долгосрочных финансовых ресурсов. Возможность реализовывать механизм LBO имеют крупнейшие российские госбанки. Так, по оценкам специалистов, около 80-90% рынка финансирования сделок LBO занимает Внешторгбанк³¹. Затраты на аудит, юридическое сопровождение и структурирование сделки LBO значительны, что делает невыгодными подобные сделки для более мелких банков. Постепенно это направление развивают Альфа-Банк, Росбанк, МДМ-Банк³². «Крупные же инвестиционные компании, такие как «Тройка Диалог», «Ренессанс Капитал», способны участвовать в LBO только с помощью бридж-финансирования с дальнейшим рефинансированием или путем выпуска облигационных займов»³³.

Препятствием для развития использования LBO в отечественных сделках слияний и поглощений является проблема поиска подходящих целей для LBO. Непросто найти компанию, баланс которой выдержит дополнительную долговую нагрузку при ее покупке по полной рыночной цене. Средние и мелкие компании представляются более привлекательными объектами для инвестиций в силу меньшей суммы сделки, однако инвестиционные банки не спешат иметь дело с такими предприятиями из-за нестабильности денежных потоков и некачественной отчетности. Все факторы, предопределяющие развитие рынка LBO в России сведены в Приложении Б.

³⁰ <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2004/05/19/75974>

³¹ <http://www.banki.ru/news/interview/?ID=143021>

³² Цховребов Мелс Золотой трон советника// Эксперт № 15(556) 16 апреля 2007г.

³³ Вишкарёва И.А. Перспективы развития LBO на Российском рынке// Инвестиционный банкинг №1

Таким образом, рынок LBO развивается как часть общей тенденции развития рынка слияний и поглощений. Повышение качества и “технологичности” сделок способствует вовлечению новых инструментов и механизмов в данные процессы.

2 Анализ российской практики слияний и поглощений

2.1 Современные тенденции рынка слияний и поглощений в России

Приступая к анализу тенденций и характеристик рынка слияний и поглощений в России, оговорюсь, что в настоящее время полноценной статистики по данному вопросу нет. Эксперты, специализирующиеся на изучении темы слияний и поглощений в России, в том числе портал Mergers.ru, консалтинговые компании Ernst&Young и KPMG публикуют неодинаковые оценки рынка. Во-первых, причиной тому является выбранная методология оценки – некоторые специалисты составляют базы данных по анонсируемым сделкам, другие учитывают лишь завершённые сделки. Но основная же проблема заключается в том, что рынок слияний и поглощений непрозрачен, и информация по многим сделкам не раскрывается. В СМИ поступают сведения, являющиеся лишь малой частью всего объема рынка. Всё это значительно затрудняет проведение тщательного анализа. В работе я буду рассматривать только публичные сделки, параметры которых раскрываются самими компаниями. Используя собранную статистику и исследования по данному вопросу, я изучу нынешние тенденции рынка слияний и поглощений в России.

В начале девяностых в России протекали процессы приватизации и разукрупнения собственности. Устоявшиеся предприятия дробились на мелкие не ради повышения эффективности бизнеса, а для удовлетворения

субъективных интересов. Именно в это время широкое распространение получили поглощения через механизм приватизации. В целом для начального этапа развития слияний и поглощений в России характерны лишь единичные случаи применения классических канонов совершения подобных сделок. Большинство слияний и поглощений были скорее попытками отвоевать «место под солнцем», нежели продуманная стратегия, основанная на формировании стоимости бизнеса. Для анализа сделок того времени нередко используется термин «передел собственности» вместо «слияний и поглощений». «По мнению консультантов из McKinsey & Company, методика выработки стратегического подхода к слияниям и поглощениям на ранних этапах рыночной экономики российскими компаниями почти не использовалась»³⁴. В таких условиях слияния и поглощения, которые происходили в России, трудно было классифицировать как традиционные сделки.

Таким образом, период девяностых годов я бы обозначила как первый этап развития современного российского рынка слияний и поглощений - этап, в процессе которого рынок только зарождался, а большинство сделок носили варварский характер, порой лишённые всякого экономического смысла. Последующее движение рынка слияний и поглощений в России я разделю на два этапа – период с 2000 по 2007 год, характеризующийся стремительным ростом рынка, и период с 2008 года по настоящий день, в рамках которого отечественный рынок слияний и поглощений пребывает в особом «посткризисном» состоянии и претерпевает ряд изменений (см. Приложение В).

Развитие рынка слияний и поглощений в России повторяет динамику развития всей отечественной экономики. В период с 2000 по 2007 гг. на фоне общего роста экономики страны, продолжающейся глобализации финансовых рынков и обострения конкуренции наблюдался стремительный

³⁴ Портнова В. Особенности слияний и поглощений компаний в современной России // www.ipocongress.ru

ежегодный рост сделок. За один 2007 год российский рынок слияний и поглощений увеличился в 2 раза в стоимостном выражении - его объем составил около \$122 млрд³⁵. Распродажа активов «ЮКОСа» в 2007 году позволила российскому рынку «побить рекорды всех предыдущих лет - с начала года «Роснефть» и «Газпром» приобрели бывших активов компании Михаила Ходорковского на \$31 млрд. Еще около \$5 млрд добавила покупка «Норильским никелем» канадской компании LionOre»³⁶.

Росло и количество, и стоимость сделок. Это свидетельствовало о том, что в стране наметилось снижение рисков, а компании начали прикладывать дополнительные усилия по увеличению корпоративной стоимости. Все больше и больше российских компаний стали упрощать структуру собственности и внимательно относиться к формированию своих активов. И если в 90-е годы предприятия стремились закупить собственности, то со временем они стали больше задумываться о том, создает ли она стоимость. Все это активизировало рынок слияний и поглощений в России, подталкивая собственников и менеджеров к реструктуризации активов, к избавлению от того бизнеса, который не является профилем их деятельности.

Решающую роль сыграла относительная политическая и экономическая стабильность в России, обозначившаяся на фоне благоприятной общемировой конъюнктуры в 2000-2007 годах. Инвестиции в сделки по слияниям и поглощениям совершаются на 5–10 лет вперед, и инвесторы, как отечественные, так и западные, нуждаются в гарантиях. Наряду с объемами рынка постепенно улучшался и показатель раскрытия информации по сделкам. По оценкам KPMG, в 2007 году данные были опубликованы по 78% сделок по сравнению с 55% в 2006 и 30% в 2005г³⁷. Таким образом, несмотря на сохраняющийся закрытый характер сделок слияний и поглощений в России, постепенно раскрытие информации становится хорошим тоном для

³⁵ Исследование «Рынок слияний и поглощений в России в 2007 год» www.kpmg.ru

³⁶ Мазин Е. Российский размер// www.gzt.ru 10.07.2007

³⁷ Исследование «Рынок слияний и поглощений в России в 2007 году» www.kpmg.ru

участников рынка. Наиболее закрытыми отраслями остаются машиностроение и финансовый сектор, уровень прозрачности по которым не превышает 42%³⁸.

Одной из важных тенденций последних лет отечественного рынка слияний и поглощений явилась отраслевая диверсификация. Первыми участниками в волне слияний и поглощений были компании нефтяной отрасли - вертикально интегрированные нефтяные компании (ВИНК). В качестве примера можно вспомнить создание структуры вокруг НК "ЛУКОЙЛ", образовавшей единую производственную цепочку "от скважины до бензоколонки", а также ряд других компаний нефтепродуктового обеспечения³⁹. Впоследствии нефтяная отрасль стала одним из лидеров по объему проводимых слияний и поглощений. Ее компании выпускают продукцию, конкурентоспособную в международных масштабах, и имеют самые большие объемы свободных денежных средств в экономике, а высокие цены на нефть способствуют укреплению игроков нефтегазовой отрасли.

Помимо нефтяного сектора в последние годы интенсивное объединение активов охватило практически все отрасли отечественной экономики - электроэнергетику, машиностроение, металлургию, пищевую промышленность, страхование, торговлю, телекоммуникации. Особая активность отмечалась в банковском секторе (см. Приложения Г-Д). Консолидация кредитных организаций позволяла им расширить банковскую сеть, осуществить диверсификацию продуктовой линейки и расширить клиентскую базу. Громким примером крупного слияния в российской банковской практике представляется банк Уралсиб. Его образовали пять банков федерального и регионального уровня: «АВТОБАНК-НИКОЙЛ»,

³⁸ Компания «ФБК» Исследование «Рынок слияний и поглощений (M&A) в 2008 году» www.fbk.ru

³⁹ Федоров И. Завод полностью полагается на нефтяную компанию// Коммерсантъ №44(1002), 19.03.1996

«Брянский народный банк», «Урало-Сибирский банк», «Кузбассугольбанк» и АБ «ИБГ НИКОйл»⁴⁰.

В 2008 году российская экономика вслед за экономикой Западной Европы и экономикой США ощутила негативные последствия глобального экономического кризиса. В России это выразилось в падении ВВП и снижении прочих макроэкономических показателей. Значительно сократились объемы промышленного производства, инвестиций и строительства, а также упал потребительский спрос. Как следствие, на российском рынке слияний и поглощений в относительно короткий срок сделок стало гораздо меньше.

На протяжении длительного периода, начиная с 2000 года, российские предприятия располагали значительными объемами свободных денежных средств. На фоне низкой стоимости заемного капитала у компаний наблюдался рост прибыли. Все это приводило к тому, что игроки принимались наращивать активы, приобретать конкурентов и непрофильный бизнес, заявлять о грандиозных проектах. Масштабные вливания и повышенный спрос подогревали цены на активы, что приводило к значительным перекосам, «в частности коэффициент долг/ЕБИТДА у компаний колебался в интервале от 3-4 до 8-10 в зависимости от отрасли»⁴¹. Сделки стали совершаться с поспешностью, не учитывая реального синергетического эффекта, и не успевали окупаться. Тем временем долговая нагрузка отечественных компаний оказалась не подкреплена устойчивыми показателями их деятельности. В условиях кризиса они столкнулись с проблемой дефицита свободных средств, а следом начались банкротства и объявления о несостоятельности.

Аналитики предполагали, что «грядет череда слияний и поглощений: кризис платежей, череда дефолтов и ряд других процессов должны были

⁴⁰ <http://www.uralsib.ru/about/news>

⁴¹ Рябов С., Фомичева М. Крадущийся покупатель, затаившийся продавец// РБК, январь 2010

подстегнуть рост числа сделок слияний и поглощений»⁴². Однако на деле ситуация оказалась обратной. По итогам 2008г. российский рынок слияний и поглощений продемонстрировал отрицательную динамику, сократившись по сравнению с 2007-м годом на 24% - до \$77.55 млрд.⁴³ Всего было совершено 380 сделок в 2008 году против 486 в 2007 году⁴⁴. Рецессия нанесла удар по отечественному рынку слияний и поглощений. Данные негативные тенденции, на мой взгляд, можно объяснить влиянием нескольких факторов.

Во-первых, отмечу возникшую дезориентацию в критериях оценки стоимости объектов слияний и поглощений. В последние годы при подготовке слияний и поглощений участники ориентировались на показатели фондового рынка. Рыночная стоимость акций давала отправную точку для определения стоимости контрольного пакета акций компании-цели. В свою очередь финансовый кризис повлек за собой нестабильность на фондовых рынках. Стремительное падение котировок акций отечественных компаний привело некоторые акционерные общества к положению, когда совокупная биржевая стоимость эмитированных ими акций оказывалась меньше остатков на их расчетных счетах. «Некоторые даже решили провести процедуру делистинга, то есть исключить свои акции из котировальных списков фондовых бирж»⁴⁵. Таким образом, для российского бизнеса исчез один из главных показателей для определения цены контроля над компанией – индикаторы фондового рынка. Однако, по моему мнению, это не единственный фактор, вносящий неопределенность в сферу ценообразования М&А.

Между собственниками и инвесторами стали наблюдаться расхождения в оценке бизнеса. Собственники компаний оказались не способными определять время правильного выхода из бизнеса и адекватную

⁴² Рябов С., Фомичева М. Крадущийся покупатель, затаившийся продавец// РБК, январь 2010

⁴³ Крупнейшие сделки на рынке слияний и поглощений// <http://rating.rbc.ru>

⁴⁴ Аналитическая группа М & А - Intelligence журнала «Слияния и Поглощения»

⁴⁵ Молотников А.Е. Публичные компании: основные особенности и перспективы дальнейшего развития// Акционерное общество: вопросы корпоративного управления № 12 (55), декабрь 2008г

цену продажи. Большинство владельцев бизнеса, ориентируясь на высокую рыночную оценку компаний в прошлом, оказались не готовы принять более низкие цены и, следовательно, предпочитают ждать, когда начнется повышение цен.

В свою очередь покупатели не готовы платить по докризисным ценам за непрозрачный бизнес. Многие остерегаются что-либо предпринимать, так как прогнозировать дальнейшее развитие ситуации практически на всех рынках стало невозможно. Если недавно было достаточно проанализировать балансы компании за несколько прошедших лет, чтобы предположить, какие показатели будут у нее через два-три года, то в настоящее время потенциальному покупателю довольно сложно прогнозировать развитие бизнеса на последующие месяцы, не говоря о годах.

Кроме того, на возможность проведения сделок повлияло отсутствие у потенциальных покупателей доступных кредитных средств из-за возникшего кризиса ликвидности. Многие прежние лидеры рынка слияний и поглощений оказались обременены кредитными обязательствами и поэтому не смогли себе позволить новые приобретения. Круг потенциальных покупателей сузился, и в этой роли смогли выступить только те, у кого есть запас свободных денег: «компании, которые перед кризисом удачно вышли «в кэш» и те, кто придерживался осторожной политики и не имел серьезной долговой нагрузки»⁴⁶. В результате многие компании пересмотрели корпоративные стратегии и значительно сократили свои инвестиционные программы.

Таким образом, трудность справедливой оценки продаваемого/покупаемого бизнеса и дефицит источников финансирования привели к затягиванию и отмене сделок, а также снижению цен, которые покупатели оказались готовы заплатить за то или иное предприятие. Так,

⁴⁶ Крупнейшие сделки на рынке слияний и поглощений// <http://rating.rbc.ru>

долгое время была под вопросом, а впоследствии отменена крупнейшая сделка за всю историю шинного рынка – объединение компаний Amtel-Vredeistein и «Сибур-Русские шины»⁴⁷. Образованная компания «с листингом в Лондоне стала бы крупнейшим производителем шин в стране, а объем ее продаж должен был составить \$2 млрд. в год»⁴⁸. Российский рынок превратился в рынок единичных поглощений и завершения тех сделок, которые были инициированы еще до кризисных времен. Из таких проектов наиболее значимые – завершение покупки «Газпромом» у компании Eni 20% пакета «Газпром нефти»⁴⁹, и приобретение АФК «Система» группы нефтяных предприятий Башкирии. Заметным событием на потребительском рынке стало приобретение крупнейшим ритейлером X5 Retail Group сети универсамов «Патэрсон» за \$275 млн.⁵⁰

В кризисных условиях продавцов бизнеса оказывается больше, чем покупателей, и последние начинают диктовать свои условия, в том числе в отношении определения цены и иных важных условий совершения сделок. Так, во время приобретения многопрофильным холдингом АФК «Система» контрольных пакетов акций шести башкирских предприятий ТЭК ("Уфаоргсинтез", "Новойл", "Уфа-нефтехим" и Уфимский НПЗ и сбытовое "Башкирнефтепродукт") в результате изменения первоначальной цены сделки АФК «Система» сэкономила почти 20% на покупке⁵¹. \$2 млрд. компания должна была заплатить сразу, а еще \$500 млн. – до середины 2010 г. Но доплаты не произошло: покупатель подписал с продавцами дополнительное соглашение, и общей суммой сделки оказались уже выплаченные 66,8 млрд. руб. (\$2 млрд. по действующему на тот момент курсу). Выплата второго транша зависела от отлагательных условий, связанных с конъюнктурой рынка. В частности, доплата зависела от

⁴⁷ http://www.mergers.ru/review/news/news_5743.html

⁴⁸ Беликов Д. Кризис укатал шинников// Коммерсантъ № 177 (3994), 01.10.2008

⁴⁹ Зыков С. Прикуп «Газпрома»// Российская газета №4884, 8 апреля 2009г.

⁵⁰ <http://www.retail.ru/news/41142/>

⁵¹ Кризис меняет параметры сделки M&A «на ходу» // www.maonline.ru, 29 мая 2009г.

финансовых показателей башкирских компаний в IV квартале 2008 г. и I квартале 2009 г. Тем временем суммарная выручка и чистая прибыль компаний существенно снизилась за данный период. Коррективы были внесены в данные и по некоторым другим, менее крупным транзакциям.

Таким образом, на лицо значительное влияние текущего финансового кризиса не только на стоимость и количество сделок слияний и поглощений с участием российских игроков, но и на параметры и ход их осуществления. До кризиса стратегические покупатели были вынуждены конкурировать и зачастую проигрывать покупателям-финансистам, которые имели легкий доступ к кредитам и обладали большей устойчивостью к долговой нагрузке. С ухудшением экономической ситуации в стране покупатели-финансисты практически полностью ушли из бизнеса: их доля сократилась на 98%⁵². Остались только стратегические покупатели. Сделки слияний и поглощений стали преимущественно нацеленными на синергию, проекты, специально создавшиеся для раскрутки и последующей продажи, остались в прошлом.

Другая «посткризисная» тенденция проведения сделок слияний и поглощений на отечественном рынке обнаружилась в сокращении времени, необходимого для осуществления сделки. В последние годы как в крупном, так и в среднем сегменте бизнеса было традицией тщательно готовиться к совершению сделок слияний и поглощений, однако кризис внес коррективы. Если раньше и продавец, и покупатель имели достаточно времени для подготовки и закрытия сделки, то теперь одним из главных факторов, определяющих особенности совершения сделки, стала быстрота. На данный момент довольно часто в качестве продавца того или иного предприятия выступают холдинговые компании, обремененные многомиллионными долгами. В этих условиях они решают пожертвовать малым (одной из своих компаний) ради спасения большего (всего холдинга). Однако зачастую

⁵² Рябов С., Фомичева М. Крадущийся покупатель, затаившийся продавец// РБК, январь 2010

переговоры о продаже компании начинаются всего лишь за несколько недель, а то и дней до выплаты неподъемных процентов по кредиту. Как следствие, в подобных условиях продавец заинтересован как можно быстрее заключить сделку и готов ради этого идти на уступки.

Поменялся и сам механизм осуществления реорганизации. Как я уже упоминала в работе, в последнее время наибольшую популярность приобрела покупка акций и долей участия хозяйственных обществ. На второй план отошла прямая покупка активов и установление контроля над компанией посредством банкротных процедур. Если вести речь о покупке активов, то в конце 90-х – начале 2000-х именно она зачастую оказывалась наиболее приемлемым способом совершения сделки слияний и поглощений. Основными причинами этого была экономическая нецелесообразность получения контроля над компанией – владельцем активов, обусловленная необходимостью исполнения значительных обязательств перед контрагентами компаний и нестабильной корпоративной обстановкой. Таким образом, на мой взгляд, в нынешних посткризисных условиях некоторые из перечисленных обстоятельств могут быть причиной использования именно покупки активов в целях совершения сделки слияний и поглощений.

В ходе развития рынка слияний и поглощений в России государство часто оказывалось участником сделок M&A. Активная стадия деятельности государства в качестве игрока рынка слияний и поглощений началась с прошедшего в конце декабря 2004г. аукциона по продаже ОАО «Юганскнефтегаз», основного добывающего актива «НК ЮКОС»⁵³. С тех пор отечественный рынок слияний и поглощений позволял государству обеспечивать государственным компаниям доминирующее положение в стратегических секторах экономики. В 2005 году РАО «ЕЭС России» за \$100 млн приобрело у компании «Интеррос» блокирующий пакет акций «Силowych

⁵³ Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России – Спб.: Питер, 2007, стр. 164

машин» и взяло в управление еще 30% акций⁵⁴. За 2006 год дочерняя компания «Рособоронэкспорта» - «Оборонпром» - приобрела пакеты более десяти предприятий, в частности, завладев производством всех вертолетов в России⁵⁵. Данный список может быть продолжен большим количеством примеров. В настоящее время государство владеет 100%-ным капиталом в более чем 150 акционерных обществах («РЖД», «Роснефть»), контрольными пакетами более чем в 500 компаниях (ОАО «Транснефть», ОАО «Аэрофлот», ОАО «Газпром»), блокирующими пакетами в почти 1000 компаниях⁵⁶.

Тем не менее, финансовый кризис подчеркнул вынужденный характер участия отечественного государства во многих сделках. Для предотвращения негативных социальных и экономических последствий государство в последнее время оказывало значительную финансовую помощь многим институтам. Эта тенденция придала новый смысл слову "национализация", под которым стали чаще понимать не силовое воздействие государства на частный бизнес, а спасение предприятий от банкротства. В подобных сделках больше превалировало не желание покупателей-госкомпаний приобрести контроль над активами, а намерение продавцов избавиться от проблемных, не приносящих прибыль активов. В качестве примера вспомню спасение Внешэкономбанком «Связь-банка», а затем банка «Глобэкс». Для этой цели Центральный Банк выделил ВЭБу кредит в \$2,5 млрд.

В кризис отечественные частные банки, имеющие высокую ликвидность активно скупают объекты с дисконтом с целью перепродажи, другие же просто оказываются вынуждены поддерживать своих должников. Некоторые игроки, в свою очередь, избавляются от непрофильных объектов, что тоже способствует увеличению количества сделок. В 2010 году среди самых громких банковских слияний можно отметить объединение банков

⁵⁴ <http://www.rao-ees.ru/ru/news>

⁵⁵ Гвардин С.В. Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт –М.: Эксмо, 2008, стр.98

⁵⁶ Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России – Спб.: Питер, 2007, стр. 169

финансовой корпорации "Открытие", а также "Траста" с ВБРР и банком "Дальневосточный"⁵⁷.

В целом мировой финансовый кризис обозначил достаточно специфические тенденции в сфере слияний и поглощений на российском банковском рынке. Обнаружился дисбаланс спроса и предложения: большое количество готовых «продаться» банков при почти полном отсутствии покупателей на них. Положение осложнилось ухудшающимся финансовым состоянием кредитных институтов. Так, «по данным ЦБ если на 1 января 2008г. было 11 убыточных банков, то на 1 июля – 49, 1 октября – 65, 1 ноября – 113»⁵⁸. Основной формой сделок оказались поглощения. Практически не проводятся реорганизации кредитных институтов (вроде слияния МДМ-Банка и УРСА-банка), а те, которые осуществляются, представляют собой исключение. Сильно упала цена продажи, достигая «ликвидационной стоимости или символической цены в одну или несколько сотен рублей»⁵⁹. Кредитные институты практически перестали продаваться по цене, превосходящей размер их капитала.

Кризис в целом изменил отраслевую расстановку сил на российском рынке слияний и поглощений. В частности, в металлургической отрасли после высокого уровня активности, наблюдавшегося в последние годы, количество и общая стоимость сделок резко сократились во второй половине 2008 года, поскольку спрос снизился и вслед за ним упали цены на металлы. В результате неопределенности на рынке основные игроки, такие как группа «Евраз» и «Северсталь», приостановили реализацию своих планов по расширению деятельности⁶⁰.

⁵⁷ Зарщиков А. Призрак синергии// Финанс, 25.01.10

⁵⁸ Банковское дело №9'2008 <http://www.bankdelo.ru/articles/RA.pdf>

⁵⁹ Простякова В. Банки оптом// Газета «Россия», 4 марта 2009г.

⁶⁰ Исследование «Слияния и поглощения в российском среднем бизнесе в 2008 году – первом полугодии 2009 года»// www.pwc.com

Еще одна, на мой взгляд, важная современная тенденция рынка слияний и поглощений в России – активное участие среднего бизнеса в сделках M&A. За последние годы стремительно росла общая стоимость и количество таких сделок - за один 2005 год рост составил более чем 80%.⁶¹ В 2008 году на фоне неблагоприятной экономической обстановки в России средний бизнес по сравнению с сегментом более крупных сделок чувствовал себя довольно хорошо - падение активности в данном сегменте оказалось не столь значительным. Практика среднего бизнеса более гибкая, а владельцы предприятий такого масштаба, как правило, продолжают им руководить и отлично разбираются в своем деле. Распределение по отраслям слияний и поглощений с участием компаний среднего уровня отличается от рынка сделок в целом (см. Приложение Е). В среднем бизнесе преобладают сделки в таких секторах, как электроэнергетика, недвижимость, а также розничная торговля и производство потребительских товаров (на эти три сектора приходится 37,7% от общего объема слияний и поглощений в среднем бизнесе в 2008 году⁶²).

Активизация среднего бизнеса внесла свою лепту в снижение среднего размера сделок на российском рынке слияний и поглощений, который в 2008 году составил \$174 млн. (см. Приложение Ж), значительно сократившись по сравнению с 2007 годом⁶³. С другой стороны, снижение средней стоимости сделок подчеркивает тенденцию того, что ближе к концу 2008 года российские предприниматели предпочли воспользоваться кризисной ситуацией и начали скупать своих проблемных коллег, причем по дешевке.

Наконец, отдельного внимания, по моему мнению, заслуживает деятельность инвестиционных банков на отечественном рынке слияний и

⁶¹ Исследование «Слияния и поглощения в российском среднем бизнесе в 2008 году – первом полугодии 2009 года»// www.pwc.com

⁶² Исследование «Слияния и поглощения в российском среднем бизнесе в 2008 году – первом полугодии 2009 года»// www.pwc.com

⁶³ Ларькин Э. Российский рынок слияний и поглощений: неестественный отбор// Журнал «Профиль» www.ma-online.ru

поглощений. Их роль в сделках существенно возросла за последние годы. Банки привлекаются для проведения due diligence, оценки и структурирования сделок. Активность консультантов M&A, продвигающих необходимость осуществления таких сделок, сформировала у акционеров, менеджмента компаний определенный стереотип, выражающийся в необходимости приобретения какого-нибудь актива. Вопрос, с какой целью осуществляется такое приобретение и что оно в итоге принесет компании и непосредственно акционерам, порой отодвигается на второй план. Вряд ли отечественным компаниям удалось наделать так много долгов, если бы их управленцам не помогли в этом банкиры. Соблазняя менеджеров большими возможностями покупки бизнеса в кредит, перспективами приобретения капитала на мировых финансовых рынках, на мой взгляд, инвестиционные банки в значительной мере способствовали росту долгов и росту рынка M&A в России. Многие сделки были совершены с большой премией, в результате чего долговая нагрузка у покупателей возросла так, что компании оказались на грани банкротства.

В настоящее время на национальном рынке консультантов по слияниям и поглощениям весомые позиции занимают как российские инвестиционные банки, так и представители международных структур (см. Приложение 3). При этом их деятельность сконцентрирована в разных нишах – международные банки фокусируются на крупных и международных проектах, в то время как отечественные игроки берутся за сделки разных масштабов, даже скромных, и хорошо знают специфику внутреннего российского рынка. Из российских компаний выделяются «Ренессанс Капитал», «Тройка Диалог», «Метрополь», «КИТ Финанс». Кроме того, в последнее время отмечается рост участия инвестиционных «бутиков» – тех, кто занимается частичным обслуживанием сделок. Их работа, как правило, сфокусирована на одном из этапов сделок слияний и поглощений, включающем покупку, due diligence, разработку стратегии, подсчет синергии,

комплексный анализ или финансирование сделки. Отмечу, что с наступлением кризиса работа отечественных консультантов по слияниям и поглощениям значительно осложнилась. В условиях нестабильности экономики, постоянно плавающих курсов валют, изменяющихся цен на сырье любые финансовые модели денежных потоков и развития бизнеса оказываются не способными дать адекватную оценку бизнеса, что неизбежно ограничивает возможность проведения сделок.

2.2 Регулирование слияний и поглощений в России: законодательство и роль антимонопольного органа

Роль государства в процессах слияний и поглощений определяется не только его непосредственным участием в сделках. Другой элемент влияния на данную сферу деятельности – контроль и регламентирование. Каждая сделка способна серьезным образом отразиться на уровне концентрации в различных отраслях экономики и на структуре рынка в целом. В свою очередь государство заинтересовано в сохранении контролируемого уровня конкуренции в каждом секторе экономики.

С другой стороны, любая сделка по передаче корпоративного контроля всегда связана с переходом прав на владение компанией от одних лиц к другим, и здесь государство следит за соблюдением правомерности такого перехода. Соответственно вторым аспектом регулирования слияний и поглощений является политика государства в области корпоративного управления, которая должна обеспечить соблюдение интересов всех контрагентов сделки – акционеров, менеджеров, кредиторов, трудового коллектива.

В России государственный контроль над соблюдением антимонопольного законодательства в процессе сделок слияний и

поглощений осуществляется в лице федерального антимонопольного органа, деятельностью которого руководит Правительство РФ. В настоящее время основным нормативно-правовым актом, устанавливающим полномочия Федеральной антимонопольной службы (ФАС) и регламентирующим вопросы конкуренции и антимонопольной активности, является Федеральный закон №135-ФЗ «О защите конкуренции», который вступил в силу 26 октября 2006г. До вступления в силу данного закона действовал Закон РСФСР «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» №948-1 от 22 марта 1991 года.

Глава 7 нового закона содержит перечень транзакций, которые могут быть совершены только с условием одобрения со стороны ФАС. В их числе процессы создания и реорганизации коммерческих организаций, сделки с акциями и имуществом, а также права в отношении коммерческих организаций. В настоящее время существуют две процедуры контроля ФАС при осуществлении слияний и поглощений коммерческих предприятий: предварительное согласование и последующее уведомление.

Предварительный контроль осуществляется до совершения сделки и состоит в рассмотрении ФАС РФ ходатайств о получении разрешения на совершение действий, обозначенных в ходатайстве. Он обязателен для транзакций, участниками которых являются крупные юридические лица, а именно, продавцы и покупатели, удовлетворяющие хотя бы одному из следующих условий⁶⁴:

- суммарная стоимость активов по последним балансам превышает 3 млрд.руб. или их суммарная выручка от реализации товаров за последний календарный год превышает 6 млрд. рублей. При этом балансовая стоимость активов лица (группы лиц), продающего акции/ имущество или в отношении которого приобретаются права, превышает 150 млн. руб.,

⁶⁴ Статья 28 ФЗ №135-ФЗ «О защите конкуренции» от 26 октября 2006г.

- один из участников сделки включен в реестр хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке определенного товара в размере более чем 35 %.

Если же в сделке М&А принимают участие менее крупные игроки, то применяется последующий тип контроля, представляющий собой рассмотрение ФАС РФ уведомлений об уже свершившихся транзакциях. В этом случае компаниям достаточно уведомить антимонопольный орган в течение 45 дней после совершения сделки. Такой порядок распространяется на игроков, соответствующих следующим параметрам⁶⁵:

-Суммарная балансовая стоимость активов или суммарная выручка от реализации товаров покупателя и продавца за предшествующий календарный год превышает 200 млн. руб., и при этом суммарная балансовая стоимость активов лица (группы лиц), продающего акции/ имущество или в отношении которого приобретаются права, превышает 30 млн. руб.

-одно из таких лиц включено в реестр.

Наличие согласия антимонопольного органа служит необходимым условием совершения сделки. Без разрешения антимонопольного органа налоговая инспекция не вправе регистрировать вновь образовавшиеся организации и вносить соответствующие записи в ЕГРЮЛ. ФАС РФ осуществляет контроль над сделками, в которых приобретается 25,50 и 75 % пакет акций в акционерных обществах и соответственно одна треть, половина или две трети акций в обществах с ограниченной ответственностью (ООО)⁶⁶.

Приказ ФАС от 17.04.2008 № 129 «Об утверждении формы представления антимонопольному органу сведений при обращении с ходатайствами и уведомлениями, предусмотренными ст.ст. 27-31 ФЗ «О

⁶⁵ Статья 30 ФЗ №135-ФЗ «О защите конкуренции» от 26 октября 2006г.

⁶⁶ ФЗ №135-ФЗ «О защите конкуренции» от 26 октября 2006г.

защите конкуренции» содержит перечень документов, необходимых для предоставления антимонопольному органу при осуществлении сделки М&А. В их состав входят решение общего собрания акционеров (участников) каждого общества о реорганизации в форме присоединения, план присоединения с указанием планируемых изменений в деятельности компании после присоединения, проект договора о присоединении, проект передаточного акта, свидетельство о внесении в ЕГРЮЛ записи о прекращении деятельности присоединенного юридического лица. Поскольку предварительное согласие получается, когда сделка еще не совершена, то возможно указание ее примерных параметров (например, количество приобретаемых акций, долей), предполагая, что лучше заявить большие параметры. В случае если все же хозяйствующий субъект придет к выводу о том, что совершаемая сделка выйдет за пределы заявленных параметров, то понадобится направление повторных ходатайств. Полученное в установленном порядке согласие антимонопольного органа на совершение сделки действительно в течение года с момента его получения. В случае непредставления всех документов или предоставления недостоверной информации, имеющей значение для принятия решения, антимонопольный орган отклоняет ходатайства.

Целью антимонопольных органов является предотвращение таких сделок, при которых вероятность ограничения конкуренции преобладает над положительным эффектом от М&А. Это, в свою очередь, делает антимонопольные органы не только арбитрами в сделках слияний и поглощений, но и дает им возможность влиять на происходящие процессы слияний и поглощений. Причем степень этого влияния не всегда оправдана с точки зрения динамичного развития отдельных отраслей экономики. Антимонопольная политика государства порой в значительной степени препятствует осуществлению сделок слияний и поглощений. По мнению многих специалистов, «ни одна из сфер антимонопольного законодательства

не вызывает такого пристального внимания к себе, как сфера, регулирующая процессы М&А». В этой связи участникам сделок при выработке стратегии слияний и поглощений необходимо тщательно изучать антимонопольное законодательство как внутри России, так и за рубежом в случае экспансии на иностранный рынок.

Замечу, что на практике юристами используются несколько легальных способов, способствующих получению положительного результата при рассмотрении антимонопольным органом ходатайств о совершении сделок слияний и поглощений. Например, сам заявитель может заранее провести анализ предполагаемой сделки с точки зрения возможного ограничения конкуренции на товарном рынке в результате таких сделок и подготовить, кроме самого ходатайства, её обоснование. Это очень важный шаг, который, на мой взгляд, способствует не только получению необходимого согласия антимонопольного органа, но и дальнейшему нормальному развитию бизнеса. Результатом проведенного анализа планируемой сделки должно стать наступление положительного эффекта для конкуренции на соответствующем рынке, в частности для конечных потребителей продукции. Такой прием использовался одной из энергоснабжающих компаний города Москвы при получении предварительного согласия антимонопольного органа на проведение сделок по приобретению 100% акций ОАО «Мосгортепло», ОАО «Мостеплоэнерго», ОАО «Теплоремонтналадка», ОАО «Московская теплосетевая компания», в результате чего ФАС России принял положительное решение по ходатайству⁶⁷.

Важным элементом анализа антимонопольным органом ходатайств о сделках слияний и поглощений является выявление реальных собственников активов (продаваемых и приобретаемых), поскольку именно обладание активами дает возможность реально управлять бизнесом, а целью слияний и

⁶⁷ Васильев Д. Слияния и поглощения: роль антимонопольных органов/ Слияния и поглощения №4 (62) 2008

поглощений является получение возможности управлять бизнесом другой компании. Закон «О защите конкуренции» предполагает предоставление информации о перечне лиц, входящих в одну группу лиц с заявителем, и перечне лиц, входящих в одну группу лиц с другим участником сделки. Непредставление в ФАС информации о конечном бенефициаре (владельце) компаний является незаконным и выступает основанием для отказа ФАС в совершении сделки. Доля случаев таких отказов значительна – например, по Управлению контроля промышленности она составляет более 30% отказов⁶⁸.

Большинство слияний и поглощений осуществляется лицами, не входящими в одну группу лиц. Соответственно, слияние одного лица с другим или поглощение одного лица другим лицом уменьшает экономическую концентрацию, что влияет на состояние конкуренции. Особенно это характерно для горизонтальных слияний, при которых происходит объединение всех или части активов другой компании, осуществляющей производство тех же самых или аналогичных товаров и функционирующей на одном и том же региональном рынке. Если же процессы слияний и поглощений осуществляются коммерческими организациями в рамках одной группы лиц, то по закону «О защите конкуренции» ограничение конкуренции такими действиями допущено не будет и у антимонопольного органа не будет оснований для отказа в даче согласия на совершение подобных действий. А если перечень лиц, входящих в одну группу лиц, был представлен в антимонопольный орган не позднее чем за один месяц до осуществления реорганизации, сделка может осуществляться и вовсе без предварительного согласия ФАС РФ, только с последующим уведомлением.

Чтобы добиться одобрения со стороны ФАС и получить конкурентные преимущества, участники транзакций нередко заинтересованы в сокрытии реальных владельцев объединяемых предприятий. Многие компании

⁶⁸ Савуляк Э. Скрыть бенефициара. Практика невыполнимой миссии/ Слияния и поглощения № 6(76) 2009

разрабатывают и реализуют такую структуру владения активами, при которой реально заинтересованное в слиянии или поглощении лицо не будет входить в одну группу лиц ни с одним участником сделки. Так, в 2008 году отечественное государство заявило о «нежелательности совмещения бизнеса авиакомпаний (авиаперевозчиков) и аэропортового бизнеса»⁶⁹. Законодательно данный запрет не был установлен. Однако антимонопольные органы при рассмотрении ходатайств авиаперевозчиков о даче согласия на осуществление сделок по приобретению акций (долей) аэропортов, в результате которых авиаперевозчик получал бы возможность контролировать аэропорт, стали выносить отрицательные решения. Тем не менее, получение контроля над аэропортом сулило определенные выгоды для авиаперевозчика. В данной ситуации он не был заинтересован показывать антимонопольному органу, что является участником сделки или входит в одну группу лиц с участниками сделки, а, следовательно, прибег к описанным выше ухищрениям при подаче ходатайства.

Согласно российскому законодательству «акционерные общества не могут быть реорганизованы посредством их объединения с юридическими лицами иных организационно-правовых форм»⁷⁰. В таком случае участники отечественного рынка часто используют иную схему сделки – приобретение доли ООО. Так, например, в 2007 году «Мечел» приобрел 100% долю в уставном капитале ООО «Братский завод ферросплавов»⁷¹. В 2009 году ОАО «Уралсвязьинформ» приобрел 100% долю в уставном капитале ООО «Южно-Уральская телефонная компания»⁷². В подобных сделках обязательно должны учитываться преимущественные права участников общества приобрести продаваемую долю. Иначе любой участник ООО (если его устав предусматривает наличие данного преимущественного права) может в

⁶⁹ Васильев Д. Слияния и поглощения: роль антимонопольных органов/ Слияния и поглощения №4 (62) 2008

⁷⁰ Постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 №19 «О некоторых вопросах применения федерального закона «Об акционерных обществах».

⁷¹ РБК, 28.08.2007 <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/20070828162158.shtml>

⁷² <http://www.uralsviazinform.ru/press-center/news/2009/13111/>

течение 3 месяцев со дня обнаружения нарушения потребовать в судебном порядке перевести на него права и обязанности новоиспеченного покупателя⁷³.

В целом правовое регулирование рынка слияний и поглощений в России, на мой взгляд, остается в зачаточном состоянии. Данные процессы регламентируются всего четырьмя статьями Гражданского кодекса и рядом несогласованных норм в законах - «Об акционерных обществах», «О защите конкуренции» и тд. В России отсутствует единый закон, описывающий полностью процесс слияний и поглощений и регламент поведения его участников - акционеров, совета директоров, менеджеров. Действующие нормы не обеспечивают защиту прав участников рынка и порой противоречат друг другу. Так как процесс реорганизации сложен и описание его в деталях в рамках одной работы невозможно, я остановлюсь лишь на некоторых проблемных моментах регулирования этого рынка в России.

Во-первых, отмечу незащищенность сторон по сделке при слияниях и поглощениях на отечественном рынке. Гражданский кодекс и отраслевые законы регулируют процесс реорганизации с момента, когда такое решение принято учредителями или исполнительным органом юридического лица. Риски, связанные с принадлежностью активов компании или неучтенными обязательствами в достаточной степени снижаются проведенным аудитом и due diligence. При этом существенным риском является вопрос о принадлежности долей в уставных капиталах закрытых акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью. Как я уже упоминала в работе, в целях налоговой оптимизации и для защиты от возможных рейдерских захватов многие российские компании проводят структурирование бизнеса и активы «головной» компании выводят в

⁷³ ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 N14-ФЗ

специально созданные юридические лица, сдающие ей в аренду свои основные средства и иные активы⁷⁴.

При этом согласно действующему законодательству, владение долей в ООО переходит к приобретателю не с момента государственной регистрации, а с момента уведомления общества о состоявшейся уступке доли. Таким образом, всегда есть риск, что в компании имеются документы о том, что произошла уступка доли иному лицу, и эти лица могут впоследствии предъявить свои права на активы компании.

В мировой практике обычно используют следующие пути для исключения или минимизации этого риска:

-предоставление гарантий (заключение соглашения, позволяющего наложить ответственность на виновную сторону, или предоставление банковских гарантий)

-отложенная оплата (escrow). В срок, установленный соглашением, и при предоставлении оговоренного пакета документов банк перечисляет денежные средства стороне по сделке. Я думаю, что такая схема удобна при выявлении определенного количества рисков, обнаруженных в ходе проверки. Денежные средства будут получены продавцом, если риски не воплотятся в действительность, или покупателем, если риски оправдались и, например, налоговые органы предъявили претензии по неуплаченным долгам.

Между тем применение подобного механизма при слияниях и поглощениях в рамках того, как понимается этот процесс в российском праве, достаточно сложно – ведь это не обеспечение сделки. В России, на мой взгляд, систему эскроу можно заменить на аккредитивную систему расчетов. Подобный способ расчетов может побудить бывших владельцев не выводить из бизнеса активы, не уступать свои доли в уставных капиталах, не

⁷⁴ Савуляк Э. Скрыть бенефициара. Практика невыполнимой миссии/ Слияния и поглощения № 6(76) 2009

уводить клиентов компаний и тд. Однако существенным минусом российской модели является тот факт, что в качестве условия платежа по аккредитиву можно поставить только предоставление/непредставление каких-либо конкретных документов, но не действие сторон.

На мой взгляд, среди вопросов регулирования слияний и поглощений особого внимания требуют взаимоотношения компаний и их кредиторов. Согласно действующему законодательству, реорганизуемые общества должны «письменно уведомить своих кредиторов не позднее 30 дней с даты принятия решения о слиянии и удовлетворить их возможные требования»⁷⁵. Кроме того, закон предоставляет кредиторам право потребовать во внесудебном порядке прекращения/ досрочного исполнения своих обязательств или возмещения убытков должником. Подобная норма закрепляет защиту прав кредиторов реорганизуемого общества и более того, наделяет их экономическим правом вето на осуществление реорганизации. Вместе с тем, я думаю, что она серьезно затрудняет сделку и служит оружием в руках ее противников. Одновременное истребование долгов с реорганизуемого предприятия сразу всеми его кредиторами – по моему мнению, один из самых явных рисков сделки M&A. Самым лучшим вариантом защиты компании, могло бы стать закрепление необходимости оценки судом обоснованности заявляемых кредиторами требований в качестве условия принятия к производству исков о признании недействительной реорганизации.

Согласно Федеральному закону "Об акционерных обществах" общества, осуществляющие слияние, должны заключить договор о слиянии. До принятия Федерального закона № 146-ФЗ от 27 июля 2006 г. "О внесении изменений в ФЗ "Об Акционерных обществах" закон предусматривал проведение совместного общего собрания акционеров обществ, участвующих в слиянии. На этом собрании среди прочего осуществлялось

⁷⁵ Гражданский кодекс Российской Федерации Статья 60 п.1

избрание органов управления вновь возникающего общества. В настоящий момент нормы закона о совместном общем собрании отменены, однако новых совместных корпоративных мероприятий обществ, участвующих в слиянии, не предусмотрено. Учитывая специфику данного способа реорганизации, на мой взгляд, необходимо проводить совместные совещания акционеров и представителей обществ, участвующих в сделке.

Другой важный вопрос, возникающий в процессе слияний и поглощений, - конвертация акций компаний, участвующих в сделке М&А, в ценные бумаги организуемого общества. Порядок конвертации и коэффициент конвертации устанавливаются договором о слиянии. Отечественное законодательство не устанавливает обязательных правил определения коэффициента конвертации, и не устанавливает показатель, на основании которого такой коэффициент может быть рассчитан. На практике коэффициент конвертации рассчитывается на основе следующих показателей: соотношение рыночной стоимости акций каждой компании, участвующей в слиянии; соотношение рыночной стоимости каждой из таких компаний; стоимость чистых активов каждой компании; номинал акций компаний, участвующих в слиянии.

На мой взгляд, конвертация по номинальной стоимости нецелесообразна, так как номинальная стоимость не отражает реальной стоимости акций. Конвертация акций по рыночной стоимости экономически обоснована и наиболее рациональна, но только в тех случаях, когда акции участвующих в слиянии обществ котируются на организованном рынке ценных бумаг и сложившийся курс объективно отражает их реальную стоимость. Стоимость чистых активов, приходящихся на одну акцию, принимает в расчет имущественную оценку акций, но не учитывает стоимость бизнеса. Закон не устанавливает, как правильно определить данную стоимость бизнеса (акций). Формально совет директоров может самостоятельно определить с учетом рынка указанные стоимости, однако,

как следствие, могут серьезно пострадать права акционеров общества. Поэтому, во избежание корпоративных конфликтов и судебных тяжб, для оценки коэффициента конвертации и стоимости акций обществ, участвующих в сделках M&A, привлекаются консультанты и независимые оценщики.

Отмечу, что на сегодняшний день участники слияний и поглощений в России стараются избегать использование российского права - значительная часть сделок в отношении активов российского происхождения являются подчиненными отнюдь не отечественному законодательству, а иностранному. Выбор юрисдикции не в пользу Российской Федерации вызван как несовершенством закона, так и сохраняющейся высокой долей оффшорной составляющей и удобством применения англо-американского права. Российские предприниматели с целью налогового планирования и желая анонимности предпочитают иметь дело с оффшорными зонами, входящими в семью «общего права»: Кипром, Гибралтаром, Кайманами и Британскими Виргинскими островами. Это обстоятельство диктует все большее проникновение английских и американских корпоративно-правовых институтов в практику осуществления слияний и поглощений в России. Англосаксонская правовая система - Common law - располагает большим количеством гибких и функциональных инструментов структурирования сделок и их правовой защиты. Так, например, структурирование слияний и поглощений по английскому праву выгодно отличают:

- структурирование сделки на четкие и логические этапы

- разделение во времени этапов подписания основных документов по сделке

- возможность увеличения или уменьшения покупной цены предмета сделки слияний и поглощений в зависимости от выполнения условий сделки. В связи с этим, на мой взгляд, неудивительно, что многие российские и

практически все международные сделки слияний и поглощений с российскими активами совершались и продолжают совершаться с использованием данной модели. А в тех случаях, когда транзакция совершается по российскому праву, стороны стараются приблизиться к описанной выше схеме, заимствуя ее отдельные элементы в пределах, допустимых законодательством РФ.

Российские власти не раз декларировали важность «создания условий, при которых российским компаниям было бы выгодно оставаться в российской юрисдикции, а не регистрироваться в оффшорах, и использовать для разрешения споров, в том числе споров по вопросам собственности, российскую судебную систему»⁷⁶. Так, результатом движения в этом направлении явилось внесение многочисленных изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах», в том числе связанных с процессами реорганизации и консолидации обществ.

В 2006 году закон был дополнен новой главой, которая регулирует порядок приобретения крупных пакетов акций в открытых акционерных обществах и определяет процедуры рассмотрения, а также принятие публичных предложений о покупке акций. В частности, согласно закону, акционер, который приобрел более 30% голосующих акций, обязан направить акционерам обязательное предложение купить у них остальные акции по цене, не ниже рыночной. Аналогично обязательное предложение направляется при приобретении более 50 и более 75% голосующих акций ОАО. Вместе с тем предусматривается и процедура направления добровольного предложения, когда лицо только намеревается приобрести крупный пакет акций. В законе есть целый ряд норм, направленных на то, чтобы не допустить злоупотреблений как со стороны владельцев крупных пакетов акций, так и со стороны миноритариев. Таким образом, предложен

⁷⁶ Совет при Президенте Российской Федерации «Концепция развития законодательства о юридических лицах»/ Протокол № 68 от 16 марта 2009 г.

легальный механизм поглощения. В новой главе рассмотрены случаи, когда мажоритарный акционер контролирует уже более 95% от всего количества голосующих акций. В этом случае он должен направить остальным акционерам уже не обязательное предложение, а уведомление о наличии у них права требовать выкупа принадлежащих им акций.

Внесение этих изменений вызвало значительный резонанс среди предпринимательского сообщества, подвергалась сомнению целесообразность включения в закон нормы о выкупе крупным акционером акций миноритариев без их согласия. Однако в результате многочисленных дискуссий была выработана позиция, согласно которой в современных экономических условиях наличие такой нормы является необходимостью. Но условиями наделения преобладающего акционера таким правом, на мой взгляд, должны являться обеспечение выкупа по справедливой рыночной цене, открытость и прозрачность вводимых процедур и надлежащий государственный контроль над ходом действий.

И наконец, отдельно остановлюсь на регулировании слияний и поглощений в российском банковском секторе. Здесь, на мой взгляд, важно отметить главенствующую роль экономической политики Центрального банка РФ. С 1 января 2007 года Центробанк увеличил минимальный размер уставного капитала для банков до 5 млн евро⁷⁷. Кроме того, были ужесточены требования к соблюдению норматива достаточности собственного капитала (Н1). В результате изменений отечественные кредитные учреждения, не удовлетворяющие обозначенным параметрам, оказались поставлены перед выбором: в срочном порядке наращивать свои капиталы или задуматься о консолидации бизнеса.

В конце октября 2008 года был принят закон «О дополнительных мерах для укрепления стабильности банковской системы в период до 31 декабря

⁷⁷ www.cbr.ru

2011 года», который облегчил процедуру смены собственника проблемных банков и сделал поглощение в финансовой сфере России на время кризиса неизбежным. Согласно ему основными действующими лицами в сфере оздоровления банков – а оздоровление в сложившихся условиях стал синонимом поглощения – выступили Центробанк и государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ). Закон определил три варианта санации банков. Во-первых, вхождение здоровых банков в уставный капитал проблемных, то есть фактически поглощение организаций, столкнувшихся с кризисом. Во-вторых, покупка имущества и обязательств проблемных банков без вхождения в их капитал. При этом нормативно-правовой акт предусмотрел, что Агентство по страхованию вкладов может оказывать финансовую помощь покупателю проблемного банка. В-третьих, само АСВ получило право входить в уставный капитал банков, что фактически могло бы означать их национализацию.

Центробанк часто осуществляет финансовую поддержку слияний и поглощений путем предоставления целевого кредита под сделку. При всей кажущейся "нерыночности" данной меры она эффективна и основана на реалиях российской экономики с учетом «социальной» роли банка. В качестве примера вспомню поглощение Внешторгбанком проблемного Гута-банка летом 2004 года, в основе финансирования которого был предоставленный Банком России кредит⁷⁸. Гута-банк находился на грани полного банкротства, что грозило серьезными потерями его вкладчикам, клиентам, акционерам и потерей финансовой устойчивости всей российской банковской системы. Падение этого весьма крупного банка повлекло бы очередной кризис доверия в банковской сфере и обрушение других банков.

Таким образом, очевидно, что Банк России – это институт, определяющий активизацию банковских слияний и поглощений на российском рынке, а его экономическая политика и принятые в последнее

⁷⁸ <http://www.vtb24.ru/news/publications/437/>

время нормы во многом способствовали смене владельцев отечественных кредитных учреждений.

С другой стороны, бурному распространению банковских M&A во многом способствуют новшества в практике их корпоративного управления. Я имею в виду увязку вознаграждения менеджмента со стоимостью ценных бумаг компании на рынке и перенос фокуса с традиционных процентных банковских услуг на инвестиционно - банковское направление. А усиление конкуренции, особенно со стороны иностранных кредитных институтов, побуждает все больше и больше игроков российского банковского сектора развиваться путем слияний и поглощений.

К особенностям отечественного рынка банковских M&A я отнесу то, что в России на сегодняшний день вместо слияний и поглощений кредитные учреждения «часто выбирают оформление сделок купли-продажи активов, а после добровольной ликвидации банка-цели»⁷⁹. Такой подход существенно уменьшает сроки и стоимость слияний. Другой способ проведения банковских слияний и поглощений – это дополнительная эмиссия акций и обмен ценными бумагами аффилированных компаний. В качестве примера вспомню сделку между Газпромбанком и DresdnerBank, по итогам которой DresdnerBank стал владельцем трети капитала Газпромбанка. Банк привлек стратегического покупателя путем выкупа им дополнительной эмиссии акций.

Чтобы совершить сделку по покупке крупного пакета акций банка, заявитель должен получить разрешение Центробанка. Он должен предоставить ЦБ РФ доказательства, что осуществляет свою деятельность не менее трех лет, располагает чистыми активами (собственными средствами), достаточными для оплаты акций (долей) кредитной организации, и имеет

⁷⁹ Пушкин А.В. Регулирование M&A в банковской сфере: реалии и перспективы// Слияния и поглощения, октябрь 2009

удовлетворительное финансовое положение⁸⁰. В противном случае Банк России может отказать в выдаче разрешения при установлении неудовлетворительного финансового положения приобретателей акций (долей).

Подводя итог вкратце описанной мною практике регулирования отечественных слияний и поглощений, отмечу, что, к сожалению, многие новшества в действующем законодательстве в силу недостаточной детализации и некоторой противоречивости требований не действуют. Ряд экспертов утверждает, что «до сих пор в России по всем правилам не прошло ни одно поглощение»⁸¹. Компаниям-захватчикам удается спокойно приобретать крупные пакеты акций, не делая предложений о выкупе оставшимся в меньшинстве собственникам либо назначая заниженную цену. Получается, что из-за несогласованности ряда норм порой даже те игроки, которые очень стремятся, без нарушений выполнить требования действующего законодательства не могут. Как правило, такие попытки предпринимают дисциплинированные иностранные компании. Вместе с тем, уровень корпоративных отношений постоянно повышается, российские компании выходят на мировые рынки и необходимость совершенствования корпоративного законодательства растет.

На мой взгляд, можно выделить несколько тенденций, которые, будут характерны для дальнейшего развития отечественного корпоративного права в области регулирования слияний и поглощений:

-ужесточение требований «прозрачности» сделок

-усиление контроля за органами управления акционерами в процессе слияний и поглощений

⁸⁰ Инструкция ЦБ РФ от 21.02.2007 N 130-И "О порядке получения предварительного согласия Банка России на приобретение и (или) получение в доверительное управление акций (долей) кредитной организации"

⁸¹ Шушунова Е. Агенты слияния// Профиль, 16.02.2008

-увеличение судебного контроля за совершаемыми сделками

-совершенствование законодательства по защите прав миноритарных акционеров в ходе реорганизаций компаний

-развитие системы урегулирования взаимоотношений между участниками сделок и их кредиторами.

3 Проблемы развития российского рынка слияний и поглощений

3.1 Проблемы развития российского рынка слияний и поглощений

На рынок слияний и поглощений каждой страны оказывают влияние развитость экономики, законодательства, финансовых рынков и множество других факторов. В предыдущих главах я не раз касалась существующих проблем, сдерживающих развитие российского рынка слияний и поглощений. Теперь я хочу подвести итог и обозначить ряд других негативных факторов, не упоминавшихся ранее в работе.

Несмотря на значительный рост, который показывала Россия в сфере слияний и поглощений в последние годы (согласно исследованию, проведенному ИКГ «КонсалтПром», темпы роста М&А в России превышают среднемировой уровень роста более чем в 3 раза⁸²), масштабы данного рынка в нашей стране все равно достаточно низки по сравнению с развитыми странами. Об этом, например, говорит показатель доли объема слияний и поглощений в ВВП страны – в России он примерно в 2 раза ниже⁸³, чем в среднем по миру. До сих пор для нашей страны эти процессы относительно новы, между тем как на развитых рынках они проходят уже столетиями.

⁸²<http://www.ma-journal.ru>

⁸³Осташенков И.Н. Тенденции и перспективы слияний и поглощений в России// www.bre.ru

Российский рынок еще слишком молод и зависит от отдельных крупных сделок или их отсутствия.

Проблемы отечественного рынка слияний и поглощений полностью повторяют общеэкономические проблемы нашей страны. В первую очередь я имею в виду ярко выраженную сырьевую направленность развития России. На протяжении долгих лет главные новости о наиболее крупных сделках M&A поступали из одних и тех же отраслей экономики – нефтегазовой, металлургической, телекоммуникационной. В то же время такие технологичные отрасли, как электроника и информационные технологии по-прежнему далеки от лидеров. Это, на мой взгляд, лишний раз подчеркивает ориентацию российской экономики на производство сырья и её неготовность к инновациям.

Процедура слияний и поглощений уже воспринята российскими компаниями, однако говорить о том, что она идентична западной, по моему мнению, неверно. Дело в том, что в развитых странах основная масса компаний существует в форме акционерных обществ - корпораций, акции которых обращаются на биржах и не сконцентрированы в руках одного собственника. Опыт же России демонстрирует обратное - «сверхконцентрацию» собственности. Это означает, что акции сконцентрированы у одного собственника и в открытом доступе чаще всего отсутствуют. Крупнейшие акционеры стараются обеспечить себе пакет акций как минимум 75%. Слабая защищенность прав собственности и возникающий в связи с этим риск потери вложений побуждают владельцев бизнеса устанавливать максимальный контроль над объектом инвестиций с целью защиты своих прав.

Одним из основных факторов, ограничивающих рост рынка слияний и поглощений в России, является непосильная для компаний затратная часть проектов. В России по-прежнему слабо развита финансово-кредитная система, имеются барьеры при привлечении зарубежных инвестиций (а

также высокая стоимость их обслуживания), фондовый рынок слаб. По данным Росстата 56% компаний в России отмечают отсутствие необходимых денежных средств как фактор, ограничивающий их деловую активность, в том числе участие в процессах M&A⁸⁴. В результате крупные ФПГ, обладающие значительными финансовыми ресурсами, концентрируют в своих руках основные ликвидные активы и таким образом формируют «олигопольную ситуацию на рынке»⁸⁵.

Проблема дефицита заемного финансирования привела к снижению числа сделок по слияниям и поглощениям на российском рынке в 2008 году. В связи с возросшими рисками банки стали проявлять осторожность в сфере кредитования. Заемное финансирование стало еще менее доступным, чем раньше, а условия кредитования – менее благоприятными для заемщиков. Кроме того, деятельность в области слияний и поглощений в последние годы (до 2008 года) частично развивалась за счет фондов прямых инвестиций. Однако, учитывая тот факт, что в современных условиях инвестиционные фонды также сталкиваются с трудностями при привлечении долгового финансирования, сделки с участием фондов практически прекратились.

Несовершенство отечественного рынка слияний и поглощений во многом связано с пробелами в законодательстве. Я подробно описала данную проблему в предыдущей главе. Положения закона не исполняются, с одной стороны, из-за большого количества неурегулированных вопросов, а с другой стороны, из-за отсутствия четких механизмов реализации предписанных норм. Это, в свою очередь, определяет низкую прозрачность деятельности российских компаний и закрытость информации по сделкам. Большое количество сделок осуществляется непублично, и далеко не вся информация поступает в средства массовой информации.

⁸⁴ Компания «ФБК» Исследование «Рынок слияний и поглощений (M&A) в 2008 году» www.fbk.ru

⁸⁵ Ларькин Э. Российский рынок слияний и поглощений: неестественный отбор// Журнал «Профиль» www.ma-online.ru

Одной из проблем российского рынка слияний и поглощений, на мой взгляд, также является широкое распространение сделок, заключаемых сторонами для вида, с целью прикрыть другую сделку. Закамуфлированные М&А активно используются девелоперскими компаниями и рейдерскими группами, специализирующимися на приобретении предприятий, обладающих ликвидной недвижимостью, для дальнейшей передачи их под застройку. Доходность от таких проектов крайне высока. Чаще всего объектами подобных сделок выступают промышленные предприятия, расположенные в центральной части крупных городов. Так, группа компаний «ПИК» стала владельцем Краснопресненского сахарорафинадного завода в Москве, выкупив 98% акций завода. Предприятие расположено на земельном участке площадью 7 га, в центре строящегося проекта «Москва-Сити», где компания намеревается заняться строительством жилья⁸⁶. Также вспомню пример увеличения доли (до 100%) компании «ПромСвязьКапитал» в ЗАО «Издательство «Труд». Сама газета «Труд» не представляла интереса для покупателя. Получив полный контроль над издательством, «ПромСвязьКапитал» стал владельцем семиэтажного здания в центре Москвы стоимостью порядка \$10,5 млн. А стоимость сделки, по оценкам участников рынка, составила примерно \$ 8 млн⁸⁷. Учитывая дефицит свободных площадей под строительство в крупных городах, а также присутствие большого количества промышленных предприятий в их центральных частях, я думаю, данный инструмент консолидации активов будет популярен в России еще долгое время.

Закамуфлированные слияния и поглощения часто используются отечественным бизнесом для минимизации налогов. Если недвижимость оформлена на юридическое лицо, учредителями (участниками) которого выступают физические лица, то заинтересованные стороны практикуют покупку-продажу акций (в АО) или долей общества (ООО), на балансе

⁸⁶ <http://www.arendator.ru/articles/1/art/8906/>

⁸⁷ Долгошеева Е., Лобанова Л. Журналисты продали «Труд»/ Ведомости 10.08.2005 № 146(1427)

которого учитывается данный актив. В этом случае по российскому законодательству вместо уплаты НДС(18%) и налога на прибыль(20%) уплате подлежит только НДФЛ (18%). А если продаваемые акции/ доли находились в собственности продавца более трех лет, то он полностью освобождается от уплаты налогов⁸⁸. Отечественные компании также практикуют притворные сделки M&A с убыточными предприятиями с целью уменьшения собственной налоговой базы за счет убытков поглощаемой/приобретаемой компании. Этой проблемой в последнее время особенно озабочено Министерство по налогам и сборам России, ведущее активную борьбу против «торговли убытками»⁸⁹ на российском рынке.

Кроме того, несмотря на то, что отечественный рынок слияний и поглощений постепенно становится более цивилизованным, проблема враждебных корпоративных захватов до сих пор стоит достаточно остро для нашей экономики. Участники захватов наработали целый арсенал способов недобросовестных действий — силовые методы, судебное, политическое давление, использование недостатков в регулировании системы учета прав и ряд других, более изобретательных методов. После получения контроля над целевыми активами, они, как правило, выводятся и продаются. Норма прибыли при этом в некоторых случаях может достигать 1000% и более⁹⁰. Основные проблемы, которые ставят «захваты» для экономики, — это потери для акционеров, которые лишаются своей собственности, проблемы, связанные с последующим репрофилированием или остановкой предприятия — что сопровождается потерей рабочих мест, деформацией отраслевой структуры и пр.

Негативные последствия недружественных «захватов» очевидны, поэтому с ними необходимо бороться. В данный момент в процессе обсуждения находятся некоторые законодательные изменения, например,

⁸⁸ Налоговый кодекс Российской Федерации

⁸⁹ Федорцов В. Олигархи условно прощены/ РБК Daily, 21мая 2010г.

⁹⁰ Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России – Спб.: Питер, 2007

вопрос о проведении судебных тяжб между собственниками строго по месту нахождения компании, что может сократить возможности так называемых «рейдеров»⁹¹.

В настоящее время недружественные слияния и поглощения на отечественном рынке не прекратили свое существование. Тем не менее, акцент перемещается в сторону малого и среднего бизнеса, как наиболее незащищенных сегментов. Так, согласно Управлению экономической безопасности Москвы, наиболее привлекательными предприятиями для рейдеров являются компании торговли и сферы услуг⁹².

На мой взгляд, активность недружественных M&A на отечественном рынке могла бы снизиться благодаря пересмотру российскими компаниями и их менеджерами дивидендной политики предприятий. В России компании выплачивают минимальные дивиденды своим акционерам, в результате акционеры не ощущают, что бумаги эмитента могут действительно приносить доход. Это способствует совершению спекулятивных операций с ценными бумагами и облегчает скупку акций игроками рынка в целях осуществления недружественных M&A.

Я считаю, что вопросом, заслуживающим особого внимания, является рынок трансграничных слияний и поглощений с участием российского капитала. Именно поэтому проблемы данного сегмента я опишу отдельно в завершающей части моего исследования.

3.2 Трансграничные слияния и поглощения с участием российского капитала

Международные слияния и поглощения являются одним из основных инструментов, способствующих формированию глобальных корпоративных брендов. Трансграничные M&A – это стратегическая вершина развития

⁹¹ Осташенков И.Н. Тенденции и перспективы слияний и поглощений в России// www.bre.ru

⁹² Сагдиев Р. Как рейдеры обманывают честных людей/ 16.08.2007 www.vedomosti.ru

любого предприятия. По статистике ООН, большая часть прямых иностранных инвестиций приходится именно на сделки слияний и поглощений.

Усиливающаяся в последние годы конкуренция со стороны российских и иностранных компаний на внутреннем рынке России заставила искать новые возможности развития бизнеса. Для многих отечественных бизнес-групп, контролирующих крупнейшие промышленные активы страны, «внутристрановые ресурсы развития оказались близки к исчерпанию»⁹³. Осталось достаточно ограниченное число привлекательных для поглощения активов за бесценок, все чаще при покупке активов компании стали сталкиваться с необходимостью платить полную цену за приобретаемый бизнес. В связи с этим приобретение зарубежных активов обрело особую привлекательность для российских компаний. Благоприятная экономическая конъюнктура и наличие свободных финансовых средств дали возможность отечественным предприятиям делать первые шаги на международном рынке слияний и поглощений и участвовать в мегасделках мирового масштаба.

Одной из первых на мировые рынки вышла компания «ЛУКОЙЛ». Это было продиктовано стратегией ее развития – компании необходимо было создать единый цикл добычи, переработки и реализации продукции. Просто добывать нефть и гнать ее по трубам значило уступить весомую часть доходов тем, кто будет перерабатывать сырье и продавать нефтепродукты. На сегодняшний день у «ЛУКОЙЛА» три крупных нефтеперерабатывающих завода (НПЗ), более 5,4 тыс. автозаправочных станций в Европе и США, множество проектов в области геологоразведки.⁹⁴

Другой пример экспансии российской компании за рубеж путем использования механизма M&A - покупка «Евраз Групп» американской

⁹³ Костиков И. Международное движение капитала и формирование российских транснациональных компаний// Рынок ценных бумаг, август 2007

⁹⁴ ru.wikipedia.org

Oregon Steel Mills за 2,3 млрд \$.⁹⁵ Тем самым российская компания получила не только пропуск на трубный рынок США, но и лидирующие позиции на рынке рельсов с долей 50%. Ранее – в апреле 2006г.- «Евраз Групп» заплатила \$ 110 млн. за 73% акций американской компании Stratcor Inc., которая является одним из крупнейших производителей ванадиевой продукции⁹⁶. В результате у «Евраз» появились мощности по переработке сырья, дающие возможность производить продукцию с высокой добавленной стоимостью, и был получен доступ к передовым технологиям и техническим разработкам, которые могли применяться и в России.

Перечисленные компании представляют отрасли, которые и по сей день лидируют по числу совершения сделок слияний и поглощений на зарубежных рынках – это металлургия и нефтегазовая промышленность. Согласно данным KPMG в 2007 году на их долю пришлось 47% и 12% соответственно совокупных российских инвестиций за рубеж⁹⁷

В отличие от ТНК ряда развивающихся государств, например Китая, российские компании не готовы пока приобретать за рубежом и управлять активами в инновационных отраслях. Основной поток прямых зарубежных инвестиций приходится на 10-15 компаний первого эшелона.⁹⁸ При этом по данным ЮНКТАД, «ЛУКОЙЛ» прочно оккупировал первое место среди российских ТНК. Крупнейшие российские холдинги («ЛУКОЙЛ», «Газпром», «Норильский Никель», и тд) в своей деятельности ориентируются на западный рынок, поэтому происходящие трансграничные слияния и поглощения являются нормальной, а зачастую, необходимой стратегией для их развития. Вторая группа российских компаний, приобретающих бизнес за рубежом, - это более мелкие предприятия, которые видят в зарубежных рынках потенциал для своего развития и осуществляют деятельность сразу

⁹⁵ ru.wikipedia.org

⁹⁶ <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/>

⁹⁷ Исследование «Рынок слияний и поглощений в России в 2007 году» www.kpmg.ru

⁹⁸ Авхачев Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство - М.: Научная книга, 2005, стр. 115

на нескольких рынках. Как правило, это инфраструктурные компании и компании потребительского сектора (пищевая промышленность, финансы, строительство, торговля, услуги). Их стратегия за рубежом направлена на внедрение в перспективные, растущие рынки в странах СНГ – Казахстан, Украина, Армения, Молдова - и страны третьего мира. Таким образом, речь идет о двух разных направлениях инвестиций. К данной группе можно отнести такие компании, как МТС, Вимм-Билль-Данн и др.

В целом эксперты отмечают активизацию участия в международных M&A со стороны отечественных компаний средней капитализации. Под компаниями средней капитализации в международной практике обычно понимают компании стоимостью от \$5 млн до \$ 500млн. По данным Thomson Reuters, объем приобретений российскими компаниями активов за рубежом в среднем сегменте вырос с \$3,5 млрд в 2006 году до \$4 млрд в 2007-м, но в количественном выражении - с 24 сделок до 32. Одними из примеров активности российских компаний в среднем сегменте в 2007 году стали следующие сделки. Приобретение компанией «Ситроникс» у корпорации ZTE 66% акций одного из ее предприятий обосновывалась повышением конкурентоспособности продукции компании за счет более низкой себестоимости продукции⁹⁹. Приобретение инвестиционным банком «КИТ Финанс» украинского ЗАО «Акционерный банк «Радабанк» вошло в рамки принятой «КИТ Финанс» стратегии, предусматривающей оказание финансовых услуг и на других перспективных рынках¹⁰⁰

В настоящее время наблюдается и обратный процесс – крупнейшие западные ТНК проявляют интерес к российским компаниям как объектам слияний и поглощений. Такие сделки, как поглощение ТНК британским гигантом British Petroleum и так и не состоявшееся слияние ЮКОСа и Сибнефти, делают Россию серьезным игроком мирового рынка M&A.

⁹⁹ http://www.mergers.ru/review/news/news_3820.html

¹⁰⁰ <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=436346>

Главным фактором для осуществления производства в России для иностранных игроков являются низкие издержки, особенно на рабочую силу, поэтому многие, особенно европейские заводы, переносят сюда свои производства. В период с 2005 по 2008 год иностранцы приобрели 330 российских предприятий общей стоимостью 53,9 млрд. евро¹⁰¹. Замечу, что основная часть таких сделок приходится на период бумов 2007 года. Тогда иностранным покупателям было продано 97 российских компаний общей стоимостью 22,4 млрд. евро. В 2008 году было зарегистрировано 77 M&A сделок общей стоимостью 13,0 млрд. евро¹⁰². Учитывая атмосферу финансового кризиса, данный показатель, на мой взгляд, не мал. Тем не менее, общее количество приобретений со стороны западных покупателей сократилось - во времена кризиса большинство компаний уделяют основное внимание внутреннему рынку, а не возможностям расширения своего присутствия в других странах.

Если обратиться к распределению сделок по секторам, то в период с 2005 по 2007 год большая доля приходилась на топливно-энергетический комплекс, горную отрасль и машиностроение¹⁰³. С 2008 года бум в энергетике и горной промышленности закончился, международные сделки активизировались в других отраслях. Большое количество сделок осуществлялось в финансовом секторе. Наиболее заметными являются приобретение французской группой Societe Generale акций банков «ДельтаКредит» и «Росбанк», итальянским Banca Intesa «КМБ-банка», австрийским Райффайзенбанком «ИМПЭКСбанка».

Оговорюсь, что оценка масштабов и объемов рынка трансграничных слияний и поглощений с участием российского бизнеса приблизительно. Во-первых, в силу обозначенных мною в предыдущих главах причин – отсутствия информации по многим сделкам и разной методики учета. Во-

¹⁰¹ Компания «ФБК» Исследование «Рынок слияний и поглощений (M&A) в 2008 году» www.fbk.ru

¹⁰² Исследование «Рынок слияний и поглощений в России в 2007 году» www.kpmg.ru

¹⁰³ Компания «ФБК» Исследование «Рынок слияний и поглощений (M&A) в 2008 году» www.fbk.ru

вторых, распространенная в России оффшорная форма владения собственностью порой затрудняет отнесение сделок М&А к категории трансграничных. Ведь главным признаком отнесения сделки к типу трансграничных является центр экономических интересов владельцев бизнеса, если более конкретно, для одной из сторон сделки он должен находиться вне России. А в ходе совершения сделки М&А с компанией, зарегистрированной, к примеру, на Кипре, формально имеет место переход прав собственности к иностранному игроку. Но по факту это сделка, заключенная между российскими бизнесменами, и с этой точки зрения «за границу» России она не выходит (пример приобретение ОАО «Каустик» кипрской Modisanna Ltd)¹⁰⁴.

Так, например, в 2005 году «Газпром» приобрел НК «Сибнефть», а учитывалось это в статистике Центробанка как отток иностранного капитала из России¹⁰⁵. Дело в том, что «Газпром» перечислил деньги пяти иностранным оффшорам, контролируемым зарегистрированной в Лондоне компанией Millhouse Capital (фактическим владельцем акций «Сибнефти») за 56% акций из купленных 72,7% за \$10 млрд., а остальные \$3 млрд. за 16,7% акций оплатила его голландская дочка Gazprom Finance B.V. Эти \$10 млрд по действующей статистике инвестиций российских компаний, составили отток иностранных инвестиций, а \$3 млрд не учитывалось вовсе, так как формально сделка заключена между иностранными фирмами.

Трансграничные М&А с участием российского капитала неоднозначно влияют на отечественную экономику. С одной стороны, международные сделки способствуют решению не только корпоративных задач, но и национальных: укрепление имиджа России, усиление экономического влияния нашей страны за рубежом и в конечном итоге интеграция экономики

¹⁰⁴ Авхачев Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство» - М.: Научная книга, 2005, стр. 107

¹⁰⁵ Хейфец Б. Зарубежная экспансия российского бизнеса и национальные интересы России// Слияния и поглощения № 9 (55), 2007

страны в мировой хозяйственный процесс. Но, с другой стороны, зарубежная экспансия российского бизнеса непосредственной экономической выгоды государству не приносит. Кроме того, тот факт, что российские компании участвуют в международных сделках M&A через иностранных юридических лиц, делает возможные выгоды национальной экономики от них маловероятными. Значительная часть финансовых ресурсов российского бизнеса поглощается, ограничивая их вложения внутри страны. Заработанная прибыль не ввозится в Россию и практически полностью реинвестируется за рубежом, обеспечивая основной прирост зарубежных активов.

Что касается сделок, где в качестве покупателей российских предприятий выступают зарубежные компании, то здесь тоже непросто оценить их эффект. С одной стороны, зарубежные игроки развивают производство в России, создают рабочие места, инвестируют в модернизацию. А с другой стороны, слишком большое присутствие зарубежных компаний на отечественном рынке, а также их присутствие в капитале стратегически важных компаний, может угрожать экономической безопасности страны. Отмечу, что государство принимает попытки привести законодательство по данному вопросу к более четкой структуре. 29 апреля 2008 года был принят Федеральный закон №57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства». Он существенным образом ограничил возможность слияний и присоединений для компаний, работающих в области добычи полезных ископаемых, телекоммуникаций, полиграфии, производства некоторых видов электронных устройств. В связи с этим проведение транснациональных сделок для ряда юридических лиц стала еще более сложной. Тем не менее, данная проблема на сегодняшний день все еще остается открытой.

Слияния и поглощения с участием иностранных компаний – это способ продвижения российского бизнеса на зарубежный рынок. Основной мотивацией сделок в данном случае является преодоление торговых ограничений на российский импорт, прежде всего со стороны ЕС и США. Дело в том, что западные страны регулярно используют защитные меры (квотирование, введение антидемпинговых пошлин) в отношении импорта в отраслях, являющихся существенными статьями российского экспорта. Действие «под прикрытием» юридических лиц – резидентов других стран позволяет отечественным компаниям существенно оптимизировать каналы товародвижения за рубеж.

Так, например, ведущие российские корпорации в области черной и цветной металлургии «Северсталь» и «Интеррос» поглотили весьма крупные американские компании Rouge Steel и StillwaterMining соответственно. Это позволило им не только увеличить свои активы, но и способствовало преодолению торговых ограничений по экспорту готовой продукции в США, так как у внешнеторговых ведомств США, прежде всего Министерства торговли, теперь фактически нет веских юридических оснований обвинять местных производителей в применении демпинговых цен.

Кроме того, во многих случаях стратегия транснационализации используется российскими компаниями как фактор снижения зависимости от государства, постоянно возраставшей в последние годы. Покупка бизнеса за границей позволяет обезопасить собственные вложения и более надежно защититься от недружественных М&А. Последние два фактора на российском рынке усиливают свое значение, учитывая постоянно возникающие дискуссии в российском обществе о законности приватизации 1990-х годов и конъюнктурные кампании по борьбе с незаконным вывозом капиталов и неуплатой налогов. Зарубежные активы лучше защищены от

действий российской судебной системы и российских правоохранительных органов.

По итогам 2008 года международные слияния и поглощения с участием отечественного капитала составили 27,4% всего российского рынка слияний и поглощений¹⁰⁶. Таким образом, характер большинства сделок остается локальным. На долю приобретения российскими компаниями зарубежных активов пришлось 37,6% в стоимостном объеме и 32,7 % по количеству сделок от общего объема трансграничных сделок с участием российского капитала (\$26,94 млрд. /196 сделок). То есть можно отметить достаточно низкую долю сделок по приобретению российскими компаниями зарубежных в общем объеме рынка. До трети всех трансграничных M&A в мире имеют цену выше \$10 млрд. У российского бизнеса таких сделок нет, а сделок объемом свыше \$1 млрд насчитывается единицы. Самой крупной на 1 июля 2007 г. является покупка «Норильским никелем» канадского производителя никели и меди LionOre Mining International Ltd за \$6,3 млрд.

Дело в том, что активизация трансграничных сделок с участием российских компаний сдерживается рядом факторов. Выход любой отечественной бизнес-группы на зарубежный рынок корпоративного контроля – это столкновение с другой рыночной и правовой культурой. В таких условиях традиционные для России стратегии экспансии капитала и реструктуризации предприятия в форме слияний и поглощений (с активным использованием подконтрольного административного ресурса, недостатков в законодательстве о банкротстве и исполнительном производстве, а также о ценных бумагах) теряют свою состоятельность. Если в России нередко компанию можно купить-продать на основе договоренностей двух сторон, то зарубежным сделкам предшествует довольно длительный процесс изучения рынка, финансовый, налоговый и юридический due diligence. Кроме того, продающая сторона всегда лучше подготовлена и применяет более

¹⁰⁶ Компания «ФБК» Исследование «Рынок слияний и поглощений (M&A) в 2008 году» www.fbk.ru

детальный подход к заключению соглашений. В результате российские предприятия не рискуют выходить на новые для них зарубежные рынки корпоративного контроля самостоятельно, что становится поводом для привлечения зарубежных консультантов для осуществления таких сделок.

В последнее время зарубежные партнеры России крайне озабочены возможностью выхода российского бизнеса на международный уровень. Мощь страны, располагающей большими сырьевыми и энергетическими ресурсами и стремящейся проводить самостоятельную политику в их использовании, не может не пугать иностранных конкурентов. Руководство ряда стран Европы и США предпринимают целый ряд согласованных действий, чтобы не допустить приобретения российским капиталом крупных пакетов акций компаний и корпораций на территории ЕС и США. Ситуация осложняется тем, что согласно действующему законодательству Еврокомиссии по слияниям и поглощениям (Инструкция по слияниям №139/2004) трансграничная сделка может быть оспорена или даже отменена регулируемыми органами любой из стран, в которых объединяющиеся компании осуществляют свою рыночную деятельность. Соответственно с увеличением числа участников ЕС вероятность «внимания» со стороны антимонопольных органов стран, входящих в союз, увеличивается.

Только в 2006г. «по вине зарубежных партнеров было сорвано как минимум 12 крупных сделок M&A, причем целый ряд на уровне уже выигранных россиянами приватизационных тендеров и достигнутых предварительных договоренностей»¹⁰⁷. Наиболее наглядный пример — действия General Motors в отношении российских компаний в ходе переговоров о покупке Opel. Самая амбициозная сделка, предпринятая соотечественниками за всю новейшую историю – покупка крупного пакета акций немецкого автомобильного концерна Opel так и не состоялась¹⁰⁸. Семь

¹⁰⁷ <http://www.ma-journal.ru/news/26253/>

¹⁰⁸ Зачем России финансовый центр // Эксперт от 1 февраля 2010г

месяцев, начиная с мая, покупатели – Сбербанк и канадско-австрийский производитель автокомпонентов «Магна» - провели в переговорах с GM. Ключевой причиной развала сделки послужило улучшение положения дел в GM. Отказ от сделки вызвал шок в мире. Ведь в процесс было вовлечено высшее руководство США, Германии, России, Великобритании, Бельгии, Испании, Польши, чиновники Евросоюза. Это продемонстрировало наличие крайне высоких политических рисков в попытках осуществления трансграничных слияний и поглощений с участием российского капитала.

Западные компании остерегаются осуществления сделок слияний и поглощений с отечественными игроками ввиду высоких рисков. «Российский бизнес обвиняют, прежде всего, в непредсказуемости, ненадежности как делового партнера и излишней политизированности».¹⁰⁹ Иностранные инвесторы в большей степени заинтересованы иметь дело с «подконтрольными Кремлю компаниями-чемпионами, нежели с многочисленной конкурирующей между собой мелочью»¹¹⁰. Отталкивающим фактором для западных инвесторов является значительная концентрация акционерного капитала в руках немногочисленных акционеров, что характерно для российского бизнеса. Их настораживает, что вследствие отсутствия акционерной демократии и реально независимых членов совета директоров стратегические решения отданы на произвол одному «хозяину».

Кроме того, важно отсутствие истории слияний и поглощений у российских компаний на международном рынке. Когда компания приобретает не первый актив в Европе, она предсказуема, так как известна судьба активов, купленных ранее. Отечественные игроки приходят на западный рынок без громких PR-кампаний, не афишируют цели покупки бизнеса и не объясняют, какую выгоду экономика данной страны получит от российских инвестиций. Вместе с тем, на мой взгляд, такой просчет

¹⁰⁹ <http://www.ma-journal.ru/news/26253/>

¹¹⁰ Хейфец Б. Зарубежная экспансия российского бизнеса и национальные интересы России// Слияния и поглощения № 9 (55), 2007

значимый. В качестве примера сошлюсь на опыт компании «ЛУКОЙЛ». В европейских странах наглядно убедились, что приход российского гиганта гарантирует повышение доходов местных бюджетов. Например, в Болгарии, где компания владеет нефтеперерабатывающим заводом в Бургасе, сетью автозаправочных станций, «ЛУКОЙЛ» обеспечивает более 9% ВВП страны, около 30% налоговых поступлений в ее бюджет. По моему мнению, это весомый аргумент в неутрачиваемых спорах о целесообразности и эффективности экспансии российского бизнеса за рубежом. Кроме того, зачастую отечественные компании игнорируют и другие способы вхождения на рынок. Например, использование третьей стороны - локального партнера в сделке M&A дает компании определенные преимущества. Им может выступать банк или фонд, который входит какой-то долей в сделку. В таких случаях события развиваются по более эффективному сценарию: оперативно решаются вопросы, связанные с получением лицензий и различных разрешений.

Можно предположить, что многие отрицательные стороны российского бизнеса сознательно преувеличиваются и используются в конкурентной борьбе. В то же время, на мой взгляд, нельзя отрицать, что такие приемы нередко имеют под собой объективные предпосылки. По данным исследования «Trust Barometer» Международной коммуникационной компании Edelman, проведенного осенью 2006г., российскому бизнесу доверяют в Европе лишь 15%, в Северной Америке – 20, в Азии-42% опрошенных менеджеров.

Тем не менее, по моему мнению, отечественный бизнес как участник международных слияний и поглощений имеет значительные перспективы. В качестве примера вспомню экспансию ведущих российских игроков сектора телекоммуникаций. Уже сейчас российские операторы контролируют 75% рынка мобильной связи в странах СНГ. Я думаю, что укреплению российских игроков на международном рынке M&A должна способствовать

государственная поддержка, причем по следующим двум направлениям. Во-первых, это эффективное лоббирование интересов российского бизнеса на Западе. Если между двумя странами подписываются экономические соглашения, двусторонние документы о поощрении и взаимной защите капитальных вложений, то и сотрудничество между компаниями-участниками слияний и поглощений развивается по ускоренному сценарию. В первую очередь в поддержке нуждаются компании, которые нацелены на поиск новых сырьевых источников, на покупку современных технологий для улучшения качества и повышения конкурентоспособности российских товаров за рубежом. Во-вторых, важно, что прием отечественных компаний за рубежом напрямую зависит от отношения России к иностранным инвесторам. Поэтому другое важное направление государственной поддержки – это политика, способствующая росту рейтинга России и российского бизнеса.

Заключение

В заключение я обозначу основные выводы относительно тенденций и проблем развития отечественного рынка слияний и поглощений, которые я выявила в ходе проведенного мною исследования. Кроме того, я уделю внимание видимым мною перспективам данного рынка в России. Также считаю важным отметить свои предложения по решению существующих проблем отечественного рынка M&A.

В период с 2000 по 2007 гг. на фоне общего роста экономики страны, продолжающейся глобализации финансовых рынков и обострения конкуренции наблюдался стремительный рост сделок слияний и поглощений на российском рынке. При этом увеличивалось и количество, и стоимость сделок. Тем не менее, масштабы рынка M&A до сих пор низки по сравнению с развитыми странами. Я связываю это с наличием следующих проблем.

На мой взгляд, ярко выраженная сырьевая направленность экономики России оказала негативное влияние на развитие отечественного рынка слияний и поглощений – на протяжении долгих лет наиболее крупные сделки осуществлялись представителями нефтегазовой и металлургической отраслей. И хотя в период экономического подъема началась тенденция к отраслевой диверсификации на рынке M&A, сделки в таких отраслях, как электроника и информационные технологии по-прежнему редки. Однако я считаю, что готовность российских компаний приобретать и управлять активами в инновационных отраслях крайне важна и государство должно максимально поддерживать предприятия, стремящиеся достичь успехов в данном направлении.

Особого внимания, на мой взгляд, заслуживает проблема финансирования сделок M&A отечественными компаниями. Непосильная затратная часть проектов значительно ограничивает рост рынка слияний и

поглощений. В России по-прежнему слабо развита финансово-кредитная система, имеются барьеры при привлечении зарубежных инвестиций (а также высокая стоимость их обслуживания), а фондовый рынок слаб. Сегодня наиболее предпочтительным источником финансирования сделок по-прежнему остается банковский кредит. Хотя, отмечу, что компании стали с большим интересом относиться к привлечению средств в форме выпуска облигаций для осуществления сделок M&A, в том числе еврооблигаций.

Несмотря на бурное развитие рынка публичных размещений акций (IPO) в последнее время, этот механизм пока не нашел широкого применения в ходе отечественных M&A. Для использования публичного размещения акций компания должна соответствовать определенным требованиям, в том числе иметь достаточную капитализацию, что является проблемой для многих отечественных предприятий, стоимость активов которых часто превосходит их стоимость как бизнеса. И наконец, отмечу, что использование производных финансовых инструментов для финансирования слияний и поглощений на российском рынке пока остается в теории из-за недостаточного развития рынка производных.

Тем не менее, я ожидаю совершенствования структуры финансирования отечественных M&A, в том числе применение нестандартных подходов и использование новых финансовых инструментов компаниями. И в этом, я считаю, им должны помочь услуги инвестиционных банков, специализирующихся на структурировании сделок таким образом, чтобы они оказывались наиболее эффективными. Здесь я подчеркну наблюдающийся качественный сдвиг на российском рынке слияний и поглощений – компании стали сотрудничать с инвестиционными консультантами и осознавать необходимость повышения стоимости бизнеса, для того чтобы быть интересными инвесторам. В условиях глобализации, чтобы оставаться конкурентоспособными и быть «на плаву», я считаю, российские компании должны осваивать новые схемы и инструменты,

используемые западными предприятиями для финансирования сделок и перенимать их положительный опыт в данном направлении.

Так, отечественные компании начали применять механизм LBO для финансирования сделок, однако не все предприятия еще способны справиться с долговой нагрузкой, которую предполагает данный способ финансирования. Кроме того, на сегодняшний день в России наблюдается дефицит банков, готовых предоставлять долгосрочные ресурсы под столь рискованные проекты. Тем не менее, я считаю, у данного механизма есть перспективы на российском рынке M&A. Я думаю, что с появлением ликвидности у кредитных учреждений, налаживанием использования данного инструмента предприятиями на практике, а также появлением квалифицированных специалистов, способных грамотно применить и скомбинировать доступные финансовые инструменты, LBO будет способствовать повышению эффективности отечественных слияний и поглощений.

Несмотря на увеличение раскрываемости информации по сделкам, до сих пор российский рынок слияний и поглощений остается закрытым, данные по многим транзакциям не публикуются. Это затрудняет полноценный анализ рынка, и результатом являются разные оценки объемов рынка аналитиками. По-моему мнению, по данному вопросу должен быть усилен контроль со стороны государства, чтобы обеспечить законность и публичность сделок.

Говоря о регулировании слияний и поглощений в России, отмечу, что его задачей является сохранение контролируемого уровня конкуренции в секторах экономики в ходе сделок M&A, а также защита интересов всех сторон, участвующих в транзакциях. На мой взгляд, правовая регламентация данного рынка в России остается в зачаточном состоянии. Отсутствует единый закон, регулирующий полностью данные процессы и их этапы. Его наличие, я считаю, могло бы способствовать более четкой организации

сделок. В работе я выявила ряд несовершенств в действующих нормах и вынесла свои предложения по их сглаживанию, в том числе проблемы защиты прав сторон при осуществлении сделок: взаимоотношений компаний и их кредиторов, контролирующих собственников и миноритариев. Следствием законодательных пробелов является стремление отечественных компаний использовать нормы иностранного права в ходе проведения сделок M&A. Выбор юрисдикции не в пользу Российской Федерации вызван как несовершенством закона, так и сохраняющейся высокой долей оффшорной составляющей отечественного бизнеса. В связи с этим, я считаю крайне важной и актуальной доработку существующих правовых норм, чтобы создать условия, при которых российским компаниям было бы выгодно проводить сделки с применением российской юрисдикции и использовать для разрешения споров, в том числе по вопросам собственности, отечественную судебную систему.

В качестве проблемы российского рынка слияний и поглощений я также выделила широкое распространение закамуфлированных сделок, заключаемых сторонами для вида, с целью прикрыть другие сделки или добиться минимизации налогов. Кроме того, до сих пор для отечественного рынка характерно наличие враждебных корпоративных захватов. Я считаю, что проблему недружественных поглощений в России в ближайшей перспективе не искоренить, в том числе в виду крайне высокого уровня коррупции. Тем не менее, я думаю, что в будущем на фоне ужесточения контроля за сделками, уменьшения числа объектов, пригодных для захвата, и повышения уровня корпоративной культуры количество недружественных M&A снизится. Подчеркну, что, на мой взгляд, на проблему недружественных слияний и поглощений мог бы повлиять пересмотр российскими компаниями и их менеджерами дивидендной политики предприятий. В России компании выплачивают минимальные дивиденды своим акционерам, а в результате держатели акций не ощущают, что бумаги

эмитента могут действительно приносить доход. А это, я считаю, во многом способствует совершению спекулятивных операций с ценными бумагами и облегчает скупку акций игроками рынка в целях осуществления недружественных M&A.

В последние годы активно развивается рынок трансграничных слияний и поглощений с участием российского капитала, в которых отечественные компании выступают как в качестве продавцов, так и в качестве покупателей. Тем не менее, объем и средний размер таких сделок остается небольшим, подавляющее число транзакций носит локальный характер. Я считаю, здесь играет роль, с одной стороны, неготовность многих российских компаний к экспансии за рубежом, а, с другой - отношение к отечественному бизнесу со стороны зарубежных партнеров. Они боятся сотрудничать с «непредсказуемыми» российскими компаниями и отечественной властью. На российском рынке наблюдается «сверхконцентрация» собственности. Крупные пакеты акций находятся в руках одного/нескольких собственников, что, на мой взгляд, может негативно повлиять на ход осуществления сделки и соблюдение прав миноритариев.

Озабоченность зарубежных партнеров возможностью выхода российского бизнеса на международный уровень приводит к принятию мер, не допускающих приобретения российским капиталом крупных пакетов акций компаний и корпораций на территории ЕС и США. В этом я вижу причину существующей частой практики срыва трансграничных сделок M&A по инициативе западных контрагентов. По моему мнению, российские компании должны серьезно подходить к формированию положительного своего имиджа на международной арене, а государство – активно лоббировать интересы российского бизнеса на Западе и всячески поддерживать его.

Финансовый кризис подчеркнул, что экономика России, в том числе рынок слияний и поглощений, на сегодняшний день слишком зависима от

состояния зарубежных рынков и иностранного капитала. В 2008 году стали рушиться планы по проведению сделок многих российских компаний, резко снизилось общее количество слияний и поглощений. Если на фоне благоприятной экономической конъюнктуры, начиная с 2000 года, российские предприятия обладали свободной ликвидностью и активно пользовались доступным иностранным капиталом, то в кризисный период проблема финансирования остро обнажилась, а предприятия оказались не способными подкрепить возросшие долговые обязательства устойчивыми показателями экономической деятельности. В кризис участники рынка M&A почувствовали дезориентацию в критериях оценки стоимости объектов слияний и поглощений, а покупатели заняли выжидательную позицию.

На мой взгляд, нынешний финансовый кризис особенно подчеркнул значимость слияний и поглощений для отечественной экономики. Он продемонстрировал, что M&A – это один из способов выживания для игроков, ослабленных неблагоприятной экономической обстановкой. За последнее время многие компании прибегли к данной стратегии, особенно представители финансового сектора. И здесь я хочу выделить усилившееся, вынужденное участие отечественного государства в слияниях и поглощениях. Выступая участником сделок, государство оказывает значительную помощь для предотвращения негативных социальных и экономических последствий в стране.

Подводя итог, я думаю, что в перспективе рынок слияний и поглощений в России имеет шансы развиваться и крепнуть. По мере восстановления экономической стабильности я ожидаю увеличение числа сделок, дальнейшую диверсификацию отраслевой структуры рынка M&A и рост трансграничных сделок. Тем не менее, для того чтобы данные прогнозы оправдались, в стране необходимо создать ряд условий. Во-первых, должны существовать стабильные и предсказуемые правила взаимоотношений между бизнесом и властью, направленные на защиту прав собственности. Во-

вторых, я считаю, должна создаваться эффективная структура российского фондового рынка. В России должны крепнуть отечественные институциональные инвесторы, такие как паевые, страховые и пенсионные фонды. Кроме того, на развитие рынка слияний и поглощений, безусловно, будет влиять правовая среда, регламентирующая эту сферу. Соблюдение перечисленных условий, я считаю, должно способствовать укреплению рынка слияний и поглощений как эффективной стратегии развития отечественного бизнеса, независимо от его размера и отраслевой принадлежности.

Список использованной литературы

Нормативно-правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации// Консультант Плюс
2. Налоговый кодекс Российской Федерации// Консультант Плюс
3. Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995
4. №208-ФЗ// Консультант Плюс
5. Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 N14-ФЗ// Консультант Плюс
6. Федеральный закон «О защите конкуренции» от 26 октября 2006г. № 135-ФЗ// Консультант Плюс
7. Инструкция ЦБ РФ от 21.02.2007 N 130-И «О порядке получения предварительного согласия Банка России на приобретение и (или) получение в доверительное управление акций (долей) кредитной организации»// Консультант Плюс
8. Постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 №19 «О некоторых вопросах применения федерального закона «Об акционерных обществах» // Консультант Плюс
9. Совет при Президенте Российской Федерации «Концепция развития законодательства о юридических лицах»/ Протокол № 68 от 16 марта 2009 г// Консультант Плюс

Учебники и монографии

10. Рид С.Ф., Лажу А. Искусство слияний и поглощений – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004,
11. Гвардин С.В. Создание добавленной стоимости компании при сделках слияний и поглощений. Российский опыт –М.: Эксмо, 2008

12. Гвардин С.В., Чекун И.Н. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России – Спб.: Питер, 2007
13. Авхачев Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство» - М.: Научная книга, 2005
14. А. Молотников Слияния и поглощения. Российский опыт – М.: Вершина, 2007
15. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний (пер. с англ. Шматова А.) – М.: Альпина, 2004
16. Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес – М.: Издательство «Эксмо», 2008

Российские периодические издания

17. Рябов С., Фомичева М. Крадущийся покупатель, затаившийся продавец// РБК, январь 2010
18. Зарщиков А. Призрак синергии// Финанс, 25 января 2010
19. Пушкин А.В. Регулирование М&А в банковской сфере: реалии и перспективы// Слияния и поглощения, октябрь 2009
20. Журавлев С. После слияния: казарма или коммуналка? Проблемы интеграции при сделках М&А// Слияния и поглощения № 3(73) 2009г.
21. Савуляк Э. Скрыть бенефициара. Практика невыполнимой миссии/ Слияния и поглощения № 6(76) 2009
22. Васильев Д. Слияния и поглощения: роль антимонопольных органов/ Слияния и поглощения №4 (62) 2008

23. Бельшева И., Козлов Н. Оценка бизнеса для целей M&A. Инфраструктура рынка оценки в России// Слияния и поглощения №1 январь 2008г.
24. Хейфец Б. Зарубежная экспансия российского бизнеса и национальные интересы России// Слияния и поглощения № 9 (55), 2007
25. Цховребов Мелс LBO по-русски II// Слияния и поглощения №3(37) 2006г.
26. Бурнашева И. Финансы: Слияние = выживание?// Консультант № 5 от 1марта 2009г.
27. Вишкарева И.А. Перспективы развития LBO на Российском рынке// Инвестиционный банкинг №1 2007
28. Альбетков А. Способы привлечения в компанию заемного финансирования// Финансовый директор №1, 2007г.
29. Пятицкая Л. Как приобрести бизнес на заемные средства// Финансовый директор №1, 2007г.
30. Зачем России финансовый центр// Эксперт от 1 февраля 2010г
31. Костиков И. Международное движение капитала и формирование российских транснациональных компаний// Рынок ценных бумаг, август 2007
32. Рыжков К. LBO - бизнес терпеливых// Рынок ценных бумаг, июль 2006г.
33. Пушкин А.В. Сделки LBO. Новое слово в слияниях и поглощениях//Корпоративные споры, 3 июля 2008г.
34. Цховребов Мелс Золотой трон советника// Эксперт № 15(556) 16 апреля 2007г.

35. Молотников А.Е. Публичные компании: основные особенности и перспективы дальнейшего развития// Акционерное общество: вопросы корпоративного управления № 12 (55), декабрь 2008г
36. Федорцов В. Олигархи условно прощены/ РБК Daily, 21мая 2010г.
37. Шушунова Е. Агенты слияния// Профиль, 16.02.2008
- 38.Простякова В. Банки оптом// Газета «Россия», 4 марта 2009г.
39. Хмыз О. Инвестиционные стратегии многонациональных корпораций// Управление компанией 07.04.2004
40. Федоров И. Завод полностью полагается на нефтяную компанию// Коммерсантъ №44(1002) от 19.03.1996
41. Ларькин Э. Российский рынок слияний и поглощений: неестественный отбор// Журнал «Профиль» www.ma-online.ru
42. Беликов Д. Кризис укатал шинников// Коммерсантъ № 177 (3994), 01.10.2008
43. Зыков С. Прикуп «Газпрома»// Российская газета №4884 от 8 апреля 2009г.
44. Долгошеева Е., Лобанова Л. Журналисты продали «Труд»/ Ведомости 10.08.2005 № 146(1427)

Internet и прочие информационные ресурсы

45. <http://www.mergers.ru> – аналитический портал о М&А
46. www.maonline.ru - аналитический портал о М&А
47. <http://www.ma-journal.ru> – сайт журнала «Слияния и поглощения»
48. <http://www.cbonds.info> – аналитический портал о рынке облигаций РФ
49. www.cbr.ru – сайт Банка России
50. <http://www.vedomosti.ru> – газета «Ведомости»

51. <http://www.banki.ru> – аналитический портал о банковском секторе РФ
52. <http://www.finam.ru/analysis> - аналитика по финансовому рынку РФ
53. www.ipocongress.ru – аналитический портал об IPO
54. www.kpmg.ru – сайт компании «КПМГ»
55. www.pwc.com – сайт компании «PricewaterhouseCoopers»
56. www.fbk.ru – сайт компании «ФБК»

Приложение А

Сделки LBO с участием российских компаний за 2002-2006гг.

Таблица 2

Дата	Покупатель	Продавец	Инвестиционный банк	Сумма сделки	Доля заемных средств
Зарубежный опыт					
1989 г.	KKR	RJR Nabisco		\$25 млрд	56%
1999 г.	Olivetti	Telecom Italia		131 млрд	
2006 г.	KKR, MER	HCA		\$33 млрд	35,45%
Российская практика (покупка отечественными компаниями иностранных)					
2002 г.	Трубная металлургическая компания	Группа МДМ	Credit Suisse First Boston	\$350 млн	50,00%
Июль 2003 г.	Петербургский мельничный комбинат	ЛКХП им. С.М. Кирова	Вэб-инвест банк		\$400 млн
Декабрь 2004 г.	ЧТПЗ	ТПЗ	EBPP-Standard-Bank	\$380 млн	50%
Декабрь 2004 г.	ООО «Байкал-финансгрупп» (Роснефть)	Юганскнефтегаз	CNPC	\$9,35 млрд	64,17%
Январь 2005 г.	Группа Алишера Усманова	Михайловский ГОК	ВТБ		100%
2006 г.	Ryaterochka Holding N.V.	ТД «Перекресток»	HSBC, ABN Amro, Raiffeisen, WestLB	\$1,178 млрд	67%
	Челябинский цинковый завод	Nova Trading & Commerce	HVB	\$70 млн	100%
			BCENEurobank	\$68,5 млн	
	Evraz Group	Oregon Steel Mills	Credit Suisse и UBS	\$2,3 млрд	78,26%
Российская практика (покупка иностранными компаниями отечественных)					
2006 г.	Sinoprec	«Удмуртнефть»	Bank of China	\$3,56 млрд	
	PKN Orlen	84,4% акций Mazeikiu nafta у ЮКОСа		\$2,34 млрд	68%

Источник: Вишкарёва И.А. Перспективы развития LBO на Российском рынке// Инвестиционный банкинг #1 2007

Приложение Б

Таблица 3

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ LBO В РОССИИ

Предпосылки	Препятствия
Увеличение числа недооцененных кризисных предприятий	Недостаток долгосрочных ресурсов у банков
Снижение стоимости активов предприятий	Нехватка опытных специалистов по сделкам LBO у банков
Снижение процентных ставок по кредитам	Отсутствие управленческих кадров, способных увеличить стоимость вновь созданной компании и подготовить ее к продаже
Снятие ограничений на участие иностранного капитала в российских банках	
Развитие рынка облигаций	Непрозрачная отчетность и нестабильные денежные потоки у перспективных для LBO средних и мелких предприятий
	Неразвитость фондового рынка

Источник: Вишкарёва И.А. Перспективы развития LBO на Российском рынке// Инвестиционный банкинг #1 2007

Приложение В

Данные по сделкам M&A с участием российских компаний за 2008 год в сравнении с 2004-2007 гг.", \$ млн.

Отрасли	Итоги за 2004 г.		Итоги за 2005 г.		Итоги за 2006 г.		Итоги за 2007 г.		Итоги за 2008 г.	
	Число сделок	Сумма сделок	Число сделок	Сумма сделок	Число сделок	Сумма сделок	Число сделок	Сумма сделок	Число сделок	Сумма сделок
Финансы	25	1 064,80	28	1 512,00	37	2658,00	53	7 137,00	54	22 211,30
Электроэнергетика	1	70	2	173	4	489,70	24	18 305,00	41	9 533,80
Пищевая	30	885,4	42	1 490,10	44	1401,90	52	4 488,00	35	7 506,2
Нефтегазовая	24	14120,7	22	17 438	27	8428,50	46	43 216,00	22	7 321,90
Металлургия	16	1 051,50	16	1 554,50	20	15866,00	22	6 169,00	18	7 038,90
Телекоммуникации	22	1 762,50	19	735,2	27	2008,80	30	7 468,00	29	4 656,70
Ритейл	13	357,5	27	630	39	2697,90	41	4 688,00	21	3 855,00
Строительство и недвижимость	10	199	14	1 537,00	24	1682,70	29	3 234,70	33	3 530,10
Горнорудная	11	933,4	8	2 537,70	11	1714,50	25	9849	18	2 984,60
Химическая	10	409,8	15	1 106,70	9	283,60	20	4 347,00	16	2 201,80
Машиностроение	19	537,6	26	1 231,80	20	511,10	32	2 725,00	17	1 858,20
Транспорт	22	652,6	4	225	14	927,70	19	1 660,00	15	1 675,70
Прочее	22	520,7	18	1224,5	30	1502,80	41	5 577,60	19	934,6
СМИ	7	153,5	15	419	27	1442,50	23	2 150,00	17	874,2
Гостиничный бизнес, досуг, туризм	3	32,6	10	579,7	8	293,80	21	807	8	763,7
Информационные технологии	3	111	7	88	3	367,00	8	341,7	17	609,8
ИТОГО	238	22 862,60	273	32 482,20	344	42 276,50	486	122 163,0	380	77 556,50

Источник: Журнал «Слияния и Поглощения»// www.mergers.ru

Приложение Г

Количество М&А-сделок в отраслях в 2008 году

Отрасли	Кол-во сделок	Доля в общем количестве
Финансы	54	14,21%
Электроэнергетика	41	10,79%
Пищевая	35	9,21%
Строительство и недвижимость	33	8,68%
Телекоммуникации	29	7,63%
Нефтегазовая	22	5,79%
Ритейл	21	5,53%
Прочее	19	5,00%
Металлургия	18	4,74%
Горнорудная	18	4,74%
Информационные технологии	17	4,47%
Машиностроение	17	4,47%
СМИ	17	4,47%
Химия	16	4,21%
Транспорт	15	3,95%
Гостиничный бизнес, досуг, туризм	8	2,11%
Итого	380	100%

Источник: Аналитическая группа М & А - Intelligence журнала «Слияния и Поглощения»

Приложение Д

20 крупнейших сделок слияний и поглощений в 2008 году

№	Объект сделки	Сумма сделки (млн. долл.)	Предмет сделки	Отрасль
1	ЗАО "КМ Инвест"	5 400	50.0% акций	Финансы
2	Baltic Beverages Holding AB	3 285	50.0% акций	Пищевая
3	ОАО "ЮГК ТГК-8"	2 340	Около 80.0% акций	Электроэнергетика
4	ОАО "АКБ "Связь-Банк"	2 269	98.0% акций	Финансы
5	ЗАО "АКБ "Глобэкс"	2 000	98.94% акций	Финансы
6	ОАО "Открытые инвестиции", ООО "СК "Согласие", ООО "УК Росбанка"	1 950	27.5% акций, 91% долей и 100% долей соответственно	Финансы
7	ОАО "НК "Альянс"	1 748	100% акций	Нефтегазовая
8	ОАО "АКБ "Росбанк"	1 700	50.0%+1 акция	Финансы
9	Oriel Resources Plc.	1 498	100% акций	Металлургия
10	Delong Holdings	1 494	51.0% акций	Металлургия

Источник: Журнал «Слияния и Поглощения»// www.mergers.ru

Приложение Е
Количество сделок в среднем бизнесе по стоимости,
2008 г. – 1 полугодие 2009 г.

Отрасль	1 полугодие 2008		2 полугодие 2008		1 полугодие 2009		2008 – 1 полугодие 2009
	Кол-во %	Стоимость %	Кол-во %	Стоимость %	Кол-во %	Стоимость %	Стоимость %
Энергетика	24	26	7	7	16	17	18,7
Недвижимость	9	10	14	12	8	7	10,5
Розничная торговля и пр-во потребительских товаров	10	9	10	10	8	6	8,5
Банковский сектор	6	7	9	10	10	10	8,2
Нефтегазовый сектор	4	3	7	9	13	15	6,8
Промышленное производство	7	6	8	7	3	3	5,8
Транспорт и логистика	4	5	6	7	6	4	5,6
Горнодобываю- щая отрасль	5	5	6	5	8	7	5,4
Прочие	30	29	34	33	29	31	31
Итого	100	100	100	100	100	100	100

Источник: аналитические данные PricewaterhouseCoopers// www.pwc.com

Приложение Ж

Средняя величина транзакций по отраслям в 2008 году

Отрасли	Средняя величина транзакции \$, млн.
Финансы	411,32
Металлургия	391,05
Нефтегазовая	332,81
Электроэнергетика	232,53
Пищевая	214,46
Горнорудная	165,81
Ритейл	183,57
Телекоммуникации	160,58
Химия	137,61
Машиностроение	109,31
Транспорт	111,71
Строительство и недвижимость	106,97
Гостиничный бизнес, досуг, туризм	95,46
СМИ	51,42
Прочее	49,19
Информационные технологии	35,87
Средняя величина сделок в целом по рынку M&A	173,35

Источник: Аналитическая группа M & A - Intelligence журнала «Слияния и Поглощения»

Приложение 3

Рейтинг инвестиционных консультантов в России за 2009 год

№ в рейтинге	Консультант	Клиент
1	Deutsche Bank	Imperial Energy, AIG Bank Rus, БПС-Банк, Газпром нефть, Дулисьма, Таас-Юрях
2	Тройка Диалог	МДМ-УРСА, Индустриальный союз Донбасса, Белон, Дулисьма, Таас-Юрях
3	Ренессанс Капитал	Агросоюз, Урожай, Sibir Energy, СТС-Сервис, Патэрсон
4	Газпромбанк	Nukem Technologies, две компании агропромышленного сектора в Курской обл, Beleggingsmaatschappij Lemore BV, Sovag
5	J. P. Morgan	Naftna Industrija Srbije, Highland Gold Mining, Геотрансгаз, Уренгойская газовая компания
6	Аванко Капитал	Brainpower, Skamol Rus, Sportland Rus, SuperSiwa
7	PricewaterhouseCoopers	Маревен Фуд, Гранд, Балтимор
8	Citi	Sibir Energy
9	Дашевский и партнеры	Белон
10	NM Rothschild & Sons	БПС-Банк
11-12	Canaccord Adams	KazakhGold
11-12	HSBC Bank	KazakhGold
13	Royal Bank of Scotland	Лента
14	CB Richard Ellis	Квартстрой
15	Nomura	Маревен Фуд
16-17	Aquila Capital	Балтимор
16-17	FinPoint	ИнфоЛинк
18	Colliers	Грифон
19	УРАЛСИБ Кэпитал	Рыбинскэлектрокабель
20	Pollyanna Capital	Альтервест
21	Тайга Капитал	Юпон
22	Advance Capital	Южно-Уральская телефонная компания
23	Rye Man & Gog Securities	Бентус Лаборатории
24	ADJ Consulting	Tvigo Entertainment

Источник: <http://www.mergers.ru/market/member/reiting>

«Данная дипломная работа выполнена мною самостоятельно»

«___» _____ 20_ г. _____

(дата сдачи работы на кафедру –

(подпись автора)

заполняется от руки)