

Специфика слияний и поглощений в Российской Федерации. Управленческий подход

*Семенов Андрей Львович
д.э.н., профессор
МГУ им. М.В. Ломоносова
экономический факультет
(г. Москва, Россия)*

Аннотация

В течение последних десятилетий прослеживается, в том числе и в Российской Федерации, тенденция роста сделок по слияниям и поглощениям компаний. Процесс слияний и поглощений в России имеет ярко выраженную специфику. К российским особенностям относятся формы и этапы процессов поглощений, методика оценки стоимости, характер ведения переговоров при заключении сделок, мотивы компаний-инициаторов. Преобладающий в мировой практике мотив получения синергетического эффекта не характерен для российских компаний. Большое количество недружественных поглощений и захватов породило специфические меры корпоративной защиты – превентивные и тактические.

Ключевые слова: слияния и поглощения, недружественные поглощения и захват, меры корпоративной защиты.

JEL коды: D 21, G 33, G 34, J 26.

В течение последних десятилетий растет количество сделок по слиянию и поглощению компаний (общепринятая аббревиатура для слияний и поглощений - M&A – mergers and acquisitions).

Российская Федерация в последние годы активно включается в эти процессы и, более того, с начала 2000-х гг. стала лидером по Восточной Европе в области привлечения иностранных инвестиций. Реальный процесс M&A в РФ имеет ярко выраженную специфику. Во-первых, фондовый рынок ценных бумаг развивался с самого начала в России как рынок корпоративного контроля с преобладанием стратегических, а не портфельных инвесторов. Если в США капитал распылен по множеству акционеров, то в РФ крупными компаниями управляют финансовые группы, обладающие большинством голосов или контрольным пакетом. Во-вторых, существующие механизмы регулирования рынка порождают и специфичные формы сделок. Поскольку слияние может быть принято только при одобрении 75 % голосов акционеров и процедура оформления занимает больше года, то в РФ по форме доминирует поглощение, а не слияние.

Формы проведения процессов поглощений также специфичны. В литературе отмечают основные варианты поглощения компаний в РФ¹:

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

Установление контроля над менеджментом государственного или муниципального предприятия представляет собой не что иное, как подкуп менеджеров предприятия/лиц, представляющих интересы государства на общих собраниях акционеров (чиновников по управлению имуществом).

Данный способ весьма удобен, когда корпорация-покупатель не в состоянии ни приобрести контрольный пакет акций, ни обанкротить предприятие. При приватизации «неформальные» отношения с командой управления предприятием дают преимущество в борьбе за продаваемые активы.

Отрицательными сторонами этого метода являются зависимость от конкретных должностных лиц, а также отсутствие оформления права собственности на имущество либо акции компании.

Защитой от подобного метода могли бы стать ежегодная замена и тщательный отбор лиц, представляющих интересы государства на общих собраниях акционеров, и их

¹ Молотников А. Слияния и поглощения. Российский опыт. – М.: Вершина, 2006. – С. 57.

несвязанность с различного рода коммерческими организациями. Но реалии жизни далеки от этого.

Второй распространенный метод – *приобретение контрольного пакета акций (перехват управления)*. Данный способ наиболее эффективен с точки зрения правовых гарантий расширяющейся компании. Он дает возможность легально принимать решения практически по всем вопросам деятельности общества. Современное состояние судебной системы дает основание покупателю не опасаться, что заинтересованные лица оспорят его действия. Негативная сторона данного метода связана с высокими издержками по приобретению акций общества. Методами перехвата управления в компаниях выступают как скупка акций у физических лиц, так и передача ценных бумаг в доверительное управление коммерческой организации или индивидуальному предпринимателю (управляющему). Средствами убеждения акционеров выдать доверенности могут быть как агитация с помощью «уважаемых» на предприятии людей, так и денежные поощрения, ну и различные PR-акции (статьи в местной прессе).

В РФ весьма распространенным стал метод *банкротства компании с последующим приобретением ее активов*. Главный плюс модели банкротства коммерческой организации – низкие издержки («денежные субсидии» чиновникам региональных органов власти, судьям арбитражных судов, арбитражным управляющим).

Чаще всего применяется следующая схема банкротства². В начале корпорация-покупатель начинает планомерно скупать долги корпорации-цели. Затем корпорация-покупатель инициирует процедуру банкротства предприятия, предварительно «договорившись» с органами региональной/федеральной власти. После этого на предприятии вводят внешнее управление, руководителя-должника отстраняют от должности, прекращают полномочия органов управления, и начинается вывод активов организации. В данном случае важная роль отводится стадии конкурсного производства, когда в целях удовлетворения требований кредиторов реализуется имущество должника.

Однако существует и «мировой» способ решения проблемы, когда акционеры корпорации-цели все-таки продают принадлежащие им акции. После этого регистрируется новое акционерное общество и производится обмен долгов корпорации-цели на его акции: кредиторы принимают в счет задолженности акции нового общества, погашая тем самым свои требования к должнику.

Особенности ведения бизнеса в РФ вносят коррективы в классическую схему управления M&A. В мировой практике выработалась типичная этапность процессов M&A³.

1. Разработка стратегии M&A:
 - 1.1. формирование внутренней команды менеджеров;
 - 1.2. определение внешних консультантов.
2. Анализ потенциального объекта слияния:

² Молотников А. Слияния и поглощения. Российский опыт. – М.: Вершина, 2006. – С. 57–74.

³ Завьялова Е., Этокова Е. Международные слияния и поглощения: опыт Запада. – М.: Ранг, 2002. – С. 44–58.

- 2.1. первоначальная селекция – в зависимости от стратегических целей и субъективных предпочтений менеджмента;
- 2.2. определение стоимости корпорации-цели.
3. Переговорный процесс и заключение соглашения.
4. Оценка и стабилизация последствий.
5. Интеграция:
 - 5.1. подготовка миссии и целей новой организации;
 - 5.2. подготовка плана мероприятий по реализации стратегии.

Разработка стратегии М&А

Внутренняя команда менеджеров – временно создаваемое подразделение корпорации-покупателя, на которое возложена ответственность за проведение и осуществление М&А. Состав и размер команды определяются: уровнем сложности сделки, типом и размером корпорации-цели, размером корпорации-покупателя, имеющимся временем и отношениями между менеджерами сливающихся компаний.

В российской практике состав команды ограничен сотрудниками корпорации, приближенными к главному менеджеру-собственнику и имеющими высокую степень личной привязанности. С другой стороны, в эту команду могут входить лица, не имеющие никакого отношения к корпорации.

К задачам финансовых консультантов, привлекаемых в процессе М&А, относятся: определение круга предприятий, интересных для организации альянса; разработка и согласование с клиентом сценариев слияния и поглощения; разработка схем финансирования; собственно финансовое консультирование.

Очень большое значение в мировой практике имеет репутация финансового консультанта. Совершенно недопустимы заинтересованность, порождающая сомнения в объективности анализа и в беспристрастности, а также возможность утечки информации, если консультирующая фирма является акционером как покупателя, так и корпорации-цели.

В российской практике внешние консультанты привлекаются только при крупных слияниях и с участием иностранных компаний. Причем не исключена ситуация, когда одни сотрудники консультанта входят в совет директоров корпорации-цели, а другие разрабатывают планы и детальные рекомендации для корпорации-покупателя.

Анализ потенциального объекта слияния

Этот этап руководство корпорации-цели начинает обычно с выявления мотивов М&А. Во всем мире считается, что главная цель М&А – *рост капитализации объединенной компании*. В этом интегрирующем показателе отражается рост результатов и масштабов деятельности объединенных компаний за счет проведения согласованной рыночной политики и увеличения рыночных сегментов, увеличение объемов активов и мобилизация финансовых ресурсов, повышение качества, устранение неэффективности.

Не менее важны *инвестиционные мотивы*, рассматривающие сделку как выгодное вложение капитала, обеспечивающее снижение рисков вследствие получения контроля над реальными активами, не столь тесно привязанными к общерыночному риску, как портфельные инвестиции.

Большую роль на рынке корпоративного контроля играют *спекулятивные мотивы*, базирующиеся на предположениях о превышении стоимости замещения активов корпорации-цели над их рыночной стоимостью, а также превышении ликвидационной стоимости над рыночной стоимостью корпорации-цели (продажа по частям).

В последнее время, особенно в академических исследованиях, посвященных М&А, в качестве определяющего мотива рассматривается получение *синергетического эффекта*. Под синергетическим эффектом понимается приобретение компанией, образующейся в результате М&А, свойства эмерджентности, т.е. превосходства свойств целого над арифметической суммой его частей. Измеряется синергетический эффект через превышение рыночной стоимости (рыночной капитализации) компании, образованной в результате М&А, над суммой рыночной стоимости компаний, ее образовавших⁴.

В качестве основных источников синергетического эффекта обычно рассматриваются:

1) *комбинирование*: использование имевшихся в компаниях ресурсов, которые не могли быть ни эффективно включены в хозяйственную деятельность, ни реализованы на рынке;

2) *комплементарность*: более полная загрузка производственных и торговых мощностей, оптимизация транспортных маршрутов, устранение слабых сторон одной из компаний за счет использования сильных сторон другой;

3) *экономия* от одномоментно увеличивающегося масштаба деятельности: распределение постоянных издержек на больший объем продукции;

4) *устранение дублирующих подразделений* – НИОКР, рекламы и маркетинга, связи с общественностью.

При определении рыночной стоимости в российской практике используются традиционные методы: затратный, доходный и аналоговый подходы. Для большей объективности привлекаются консалтинговые фирмы, при крупных сделках – как правило, иностранные. В последнее время все большее участие стали принимать и хорошо зарекомендовавшие себя отечественные консалтинговые и инвестиционные компании.

Специфика оценки стоимости бизнеса в РФ связана с проблемами доступности и объективности информации. Большая часть сделок закрыта от «посторонних глаз», и самое

⁴ В [7] предлагаются подходы измерения СЭ при М&А, предусматривающие специфические направления применения. В [8] предлагается упрощенный алгоритм оценки синергетического эффекта и его распределения между акционерами сливающихся компаний на основе чистой прибыли и коэффициента Р/Е.

большее, на что можно рассчитывать, – сообщение в СМИ об итоговых суммах компенсации за проданную компанию. Таким образом, серьезно размывается сама основа аналогового метода – прозрачность и информационная открытость сделок.

Расчеты по затратному подходу, как правило, не отражают рыночную стоимость компании-цели. Ввиду того, что многие российские «национальные чемпионы» существуют в форме финансово-промышленных групп со сложной и часто юридически не оформленной системой холдинговых связей, то встает проблема включения в объект оценки различных «специфических» активов и обязательств. Многие из них скрыты – не учтены по балансовым и внебалансовым счетам, и право собственности на них базируется на личных отношениях.

При доходном подходе возникает много методологических трудностей – затруднительны выбор ставки капитализации, ставки дисконтирования и определение длительности прогнозного периода. Проблематичным является выбор безрисковой ставки: что брать за основу – среднегодовую ставку рефинансирования, ставку доходности гособлигаций, ставку ЛИБОР с корректировкой на страновой риск. Также трудно оценить размеры поправок при построении кумулятивной дисконтной ставки.

В завершение можно отметить трудности определения весов при сведении оценок бизнеса по всем трем подходам к окончательному результату.

К характерным ошибкам на этой стадии следует отнести неверную оценку корпорацией-покупателем привлекательности рынка и корпорации-цели, ее конкурентной позиции и неточное позиционирование нового (объединенного) предприятия на рынке⁵. Также в большинстве случаев аналитики покупателя чересчур оптимистично оценивают возможности своей компании. В расчеты не включаются издержки по модернизации производственных активов и необходимые дальнейшие инвестиции, обязательства по гарантийному обслуживанию и обязательства по охране окружающей среды. Допускается недооценка затрат на проведение всех процедур и сопутствующих мероприятий по M&A. В большинстве случаев упускается из виду готовность компании-покупателя к M&A: ее неприспособленность для интеграции оргструктуры и структуры управления поглощаемой компании, нестыкующиеся отношения собственности объединяемых компаний, да и просто неготовность менеджеров к изменениям. Поэтому апостериори проводится повторная оценка стоимости интегрируемой компании на основе переоценки прогнозируемых финансовых результатов. К сожалению, для инициаторов сделки эта величина может быть существенно ниже первоначальной оценки.

Переговорный процесс и заключение соглашения

Классические рекомендации по проведению переговоров включают следующие рецепты⁶: переговорная схема должна быть быстрой и убедительной; должны быть выработаны защитные соглашения для корпорации-покупателя – право отказа от сделки при

⁵ Иванов Ю. Слияния, поглощения и разделения компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина паблишер, 2001. С. 69–83.

⁶ Завьялова Е., Этокова Е. Международные слияния и поглощения: опыт Запада. – М.: Рант, 2002. – С. 81–90.

сомнениях в данных корпорации-цели, право судебной защиты интересов корпорации-покупателя после сделки, вид собственности, форма оплаты.

В условиях российского рынка они конкретизируются, приобретая черты «силового» характера: не открывать минимальной и максимальной цены предложения, самостоятельно не менять предложения, не узнав позиции реального собственника, не отступать от цены в течение всего цикла, никогда не идти навстречу противоположной стороне, при этом не убеждать в неприемлемости цены продавца. В процессе переговоров может оказываться давление в различных формах: выброс компромата, инициированные проверки и аресты.

Интеграция и стабилизация последствий M&A

Интеграция после слияния играет существенную роль и носит многоуровневый характер⁷.

В первую очередь это процедурная интеграция: корпоративная (устав общества, функции совета директоров, стандарты корпоративной политики); систем бухгалтерского учета; систем управленческого учета и контроля; систем и процедур контроля запасов, график производства, планирование потребности в сырье, анализ продаж, обработка заказов.

Во-вторых, интеграция продуктов и имущества: продуктовых линий; производственных технологий; недвижимости и средств производства; избыточные активы (непрофильные, нестратегические); взаимодополняющие активы.

В-третьих, организационная интеграция: оргструктура, управленческая команда, персонал, культура, единое лидерство.

Обычно сталкиваются с такими сложностями интеграции как создание единого видения, активное управление взаимодействиями между компаниями. Они проявляются как на индивидуальном уровне – опасение изменений (потеря работы, уровня вознаграждения, возможности карьерного роста, сохранения статуса, увеличение нагрузки), так и на групповом – угроза разрушения, потеря ощущения групповой близости и целостности, переоценка взятого курса руководителем.

Наиболее острым вопросом, встающим в процессе интеграции, является судьба топ-менеджеров компании-цели. С одной стороны, это специалисты, досконально разбирающиеся во всех нюансах бизнеса и имеющие развитую сеть деловых контактов. Многие из них пользуются авторитетом у сотрудников и имеют статус неформальных лидеров. Безусловно, менеджеры, обладающие такими качествами, потенциально могут принести объединенной компании большую пользу, и необходимо их рациональное «встраивание» в оргструктуру управления.

⁷Андреева Т.А. Стратегии и этапы интеграции в процессе слияний и поглощений. ИКФ «АЛЬТ» <http://www.altrc.ru/cgi-bin/viewnews.cgi?newsall>.

С другой стороны, в числе топ-менеджеров поглощенной компании могут быть лица, характеризующиеся не только как «балласт», но и как «враждебные» по отношению к новым собственникам и руководству. Если открытые «бунтари» заметны и не представляют угрозы, то замаскированные «приспособленцы» – потенциальные «агенты» конкурентов – очень опасны. Поэтому работе по выяснению настроений в среде высших менеджеров поглощенной компании следует уделять большое внимание: обязательны неоднократные личные беседы нового гендиректора с каждым сотрудником, различные формы открытого и скрытого наблюдения.

Краеугольным камнем постинтеграционной кадровой политики является назначение сотрудников на ключевые позиции в новой структуре. Наиболее быстрое решение состоит в назначении менеджера компании-покупателя, самостоятельно набирающего свою команду. Конечно, в этом случае предпочтение будет отдаваться сотрудникам из своей организации. Компромиссное решение заключается в назначении двух специалистов – по одному от каждой из объединившихся компаний. Они могут подготовить списки подходящих кандидатов в команду из обеих организаций. Но в этом случае процесс принятия решений может затянуться из-за возможных трений и конфликтов.

Стандартный для западного бизнеса подход – назначение на основе независимых оценок менеджеров рекрутинговой или консалтинговой компанией – в РФ практически не применим. У собственников компании-покупателя совсем не будет уверенности в личной преданности менеджера для «продавливания» их решений.

Не менее важным является установление хороших отношений с рядовыми сотрудниками поглощенной компании. Хотя их роль в принятии решений незначительна, но при массовом негативном отношении к новому руководству могут возникнуть серьезные проблемы.

Надо учитывать, что главная причина сопротивления персонала М&А – страх: потерять рабочее место, лишиться определенного статуса или привычной дружеской атмосферы на рабочем месте, расстаться с любимыми коллегами, не суметь приспособиться к новым требованиям, потерять регулярный доход⁸. Поэтому с первых дней работы объединенной компании необходимо формирование ощущения стабильности и улучшения в будущем своего положения у рядовых сотрудников. Для этого возможно использование разнообразных методов психологического воздействия: проведение коллективных собраний, освещение в положительном свете М&А в корпоративной и местной печати, кампания по предоставлению социальных пакетов. К специфическим российским методам относится посещение лично генеральным директором рабочих мест сотрудников.

Большую роль при М&А играет информационная кампания. Она должна быть всеохватывающей, подробной и использующей все возможные способы коммуникации.

⁸ Андреева Т.А. Преодоление сопротивления персонала при слияниях и поглощениях. <http://bkg.ru/cgi-bin/articles.pl?subitem=52>.

Цель – сделать процесс изменений «прозрачным» для каждого сотрудника: устранить беспокойства, страхи, тревоги и фрустрации сотрудников. В курсе текущих преобразований и стратегических целей организации должно быть не только высшее, но и линейное руководство. Необходимо «вентилирующее» собрание, на котором сотрудникам предоставляется возможность выплеснуть свои эмоции и недовольство.

Однако открытость и прозрачность не характерны для большинства российских сделок. Рядовые сотрудники часто не в курсе стратегических планов руководства.

Важным средством формирования общественного мнения, в том числе мнения сотрудников компании-цели, через средства массовой информации является публикация писем и заявлений участников корпоративного конфликта. Многократно повторенная и субъективно отражающая мнение одной из сторон конфликта публикация создает впечатление грядущей катастрофы отрасли или экономики в целом и срочной необходимости вмешательства органов власти для воцарения справедливости.

При определении инвестиционной стоимости поглощаемой компании по стоимости активов соблюдается подход разделения на активы, которые впоследствии будут использоваться, – и они оцениваются по стоимости замещения, и активы, от которых покупатель должен будет избавиться, – они оцениваются по ликвидационной стоимости. Подобный подход применяется и для оценки персонала будущей компании – часть сотрудников должна быть сохранена и обучена, другая – сокращена.

Главная цель сокращения – провести его в необходимом объеме и структуре, индуцируя при этом восприятие работниками «справедливости» принимаемых решений. Заранее тщательно продуманная руководством компании-покупателя и консультантами схема должна быть представлена узкому кругу будущих менеджеров объединенной компании, которые будут вовлечены в работу по сокращению. Во время этой встречи убедительный акцент должен быть сделан на выигрышных и положительных моментах M&A и необходимости организационных изменений в интересах остающегося персонала. Результатом мероприятия должна быть абсолютная уверенность менеджеров в том, что из всех возможных альтернатив сокращение по предлагаемой руководством схеме – наилучшая. После этого желательно проведение общего собрания для разъяснения работникам причин, целей, основных принципов и временных сроков планируемого сокращения. Докладчиками на этом собрании должны быть упомянутые выше менеджеры. Представителям руководства компании-покупателя отводится «скромная молчаливая роль», предполагающая демонстрацию поддержки и всяческого сочувствия выходящему персоналу.

Цель дополнительного обучения – создать позитивное отношение к проводимым преобразованиям, выявив индивидуальные положительные последствия слияния для конкретного сотрудника. Главная задача – преодолеть страх перед новыми требованиями и уменьшить напряженность психологической атмосферы, снизив вероятность конфликтных ситуаций как между работниками и руководством, так и между самими работниками. Поэтому обучение должно проходить не столько в формах, обеспечивающих получение персоналом новых профессиональных навыков, сколько в виде психологических тренингов по коммуникативным навыкам, построению команды или преодолению стресса.

В русле дополнительного обучения значимой может стать программа подготовки новых топ-менеджеров из среды остающегося персонала. Требования к их квалификационно-исполнительскому уровню должны вытекать из проводимой постинтеграционной политики: любой их шаг должен подкреплять декларируемые принципы и демонстрировать желаемое для всех сотрудников поведение. Уровень их вознаграждения прямо пропорционально должен зависеть от того, как они справляются с негативными реакциями подчиненных, терпеливо и ежедневно демонстрируют лояльность к организации. Впоследствии такими показателями должны стать рост производительности труда и инновационная активность сотрудников: новые идеи, готовность браться за проекты с определенным уровнем риска.

К типичным ошибкам стратегии и тактики после проведения сделки относятся просчеты в интегрировании компаний с различными особенностями производственного процесса, бухучета, корпоративной культуры. То, что выглядело вполне сочетаемым в проектировках и представлялось мелочами, совсем иначе выглядит в реальной жизни. Особенно, когда мелочи различий в оргкультуре усугубляются психологической несовместимостью лидеров и высших менеджеров объединяемых компаний.

Защита от корпоративных захватов

Главная специфическая особенность российских недружественных поглощений – корпоративных захватов, проявляющихся в форме перехвата управления и силовых вхождений – придает особую значимость обороне компаний. Наряду с традиционными способами противодействия иницированию банкротства, предлагаются и специфические – до возбуждения процедуры банкротства начать процесс вывода активов (создание дочерних компаний с последующей продажей их акций физическим лицам, подконтрольным менеджменту основного общества, однако юридически с ним не связанным) или убедить государственные органы в невыгодности подобного банкротства для экономики.

Анализ литературы⁹ и реальной хозяйственной практики¹⁰ позволил обобщить и систематизировать меры корпоративной защиты российских компаний.

Формирование *защищенной корпоративной структуры* является основной превентивной мерой защиты. Ее цель – снизить риск захвата за счет разделения активов и их сосредоточения на разных юридических лицах. Собственники недвижимости или средств производства не ведут производственной деятельности и соответственно не имеют задолженности. Захват же компаний, ведущих производственную деятельность, ничего не дает: они используют активы по договорам аренды или лизинга. Например, это могут быть *сервисные компании* – обслуживающие часть бизнес-процесса и принимающие часть рисков.

Также могут быть *управляющие компании*, обеспечивающие необходимую централизацию управления, но не владеющие активами. Передача функций единоличного

⁹ Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – М.: Ось-89, 2005; Молотников А. Слияния и поглощения. Российский опыт. – М.: Вершина, 2006.

¹⁰ Николаева И. Слияния и поглощения по-сибирски // Правда Севера. 22.12.2001; Терно В.В. Особенности слияний и поглощений в России на примере «Северсталь». http://nwkurier.narod.ru/dvk/dvk_20htm.

исполнительного органа управляющей компании дает возможность создать единый центр управления бизнесом, что обеспечит *эффективность тактического управления*.



Рис. 1. Превентивные меры защиты

Будут налажены финансовые взаимоотношения между материнской и дочерними компаниями, усилен финансовый контроль, оптимизированы схемы налогообложения и управления кредиторской задолженностью.

Реорганизация компании чаще всего предполагает вывод активов в дочерние компании – закрытые акционерные общества (ЗАО). Последующая дополнительная эмиссия акций этих ЗАО и их размещения между собой и материнской компании создает основу *перекрестного владения* при общем контроле со стороны материнской компании.

Возможно несколько *вариантов контроля материнской компании*, в зависимости от размера ее доли акций.

1. Владеет 100 % акций дочерней компании:
 - 1.1. для проведения общего собрания достаточно письменного решения гендиректора материнской компании;
 - 1.2. нет требований по срокам проведения и обязательности оповещения через СМИ;

1.3. в уставе можно определить необходимость разрешения совета директоров на проведение крупных сделок, при этом представители материнской компании, в том числе и ее гендиректор, должны быть в составе совета директоров дочерней.

2. Владеет более 75 % акций дочерней компании:

2.1. возможно проведение любого решения, но обязательно соблюдение процедуры созыва общего собрания, что требует временных затрат;

2.2. совет директоров дочерней компании наделен широкими полномочиями, что создает опасность при входе в него представителей компании.

3. Владеет более 50 % акций дочерней компании:

3.1. материнская компания не может самостоятельно принимать решения;

3.2. нет реальной основы «подвластности» совета директоров дочерней компании, что усиливает опасность захвата.

4. Владеет более 25 % акций дочерней компании, все остальное – миноритарии:

4.1. проведение выгодного решения для материнской компании возможно только при неявке акционеров, что приводит к желанию не допустить их на общее собрание незаконными методами;

4.2. необходимы частая смена состава совета директоров дочерней компании для предотвращения формирования группы, преследующей свои интересы, либо назначение лояльного гендиректора или самого гендиректора материнской компании на должность гендиректора дочерней компании;

4.3. в качестве миноритариев могут выступать юрлица, вкладывающие в уставный капитал принадлежащие им акции материнской компании.

При перекрестном холдинге дочерняя компания может владеть первостепенными активами материнской компании – производственным звеном, каналом сбыта, объектами недвижимости, что усложняет захват бизнеса в целом. Возможно использование *маскировки* реальных владельцев пакетов через офшоры, номинальных держателей или доверительное управление. Специфическим российским методом защиты является передача блокирующего пакета акций государству. Такая схема корпоративного контроля очень чувствительна к характеру неформальных связей между топ-менеджментом. Причем чем больше число дочерних компаний, тем ниже вероятность сговора против «главного босса».

Другой формой защиты корпоративной структуры является *объединение компаний в рамках одного юрлица с последующим переходом на единую акцию*. Переход прав и обязанностей акционеров осуществляется на основе передаточного акта. Бухотчетность, акты инвентаризации имущества и обязательств утверждаются на общих собраниях акционеров дочерних компаний и представляются вместе с учредительными документами для госрегистрации. Коэффициент конвертации акций определяется на базе методик чистых активов или расчета по курсовой стоимости. Поскольку некоторые миноритарии могут быть противниками объединения, то возможны судебные оспаривания решений о переходе. Цена акций может понизиться в результате объединения – акционеры могут требовать реализации своего права выкупа акций. Неизбежно проведение сложных переговоров с представителями миноритариев с привлечением независимого оценщика для определения размера премии к рыночной цене акции. Особое внимание должно быть уделено процедурным вопросам:

проведению собрания и подтверждению права на выкуп. Акционеры должны быть своевременно извещены о времени проведения собрания, должны быть соблюдены нормативные сроки направления требований о выкупе и его завершения. Возможными мерами смягчения конфликтов являются информационная открытость действий и создание общественной организации для объяснений и консультаций, подконтрольной материнской компании.

Особенно важной превентивной мерой защиты является *исключение возможности незаконных изменений лицевых счетов в реестре*. Допустимы передача акций в доверительное управление, в залог или в заклад, в номинальное держание – списание и зачисление на счет держателя. Перехода права собственности не происходит, а объем прав доверителя или держателя можно регулировать. В крайнем случае возможно искусственное обременение акций и активов компании, инициация судебного процесса и наложение ареста на них в качестве обеспечительной меры. Необходимо установление неформальных отношений с представителями регистратора. Тогда любые поступления передаточных распоряжений к лицевым счетам вызовут подозрение, а если эти распоряжения являются фальшивыми – послужат основанием для возбуждения уголовного дела.

К «отравленным пилюлям» относятся как классические действия компании-цели, создающие проблемы захватчику, – выданные векселя, сдача в аренду объектов недвижимости, заключение сделок, влекущих штрафы за невыполнение, так и специфически российские – сокрытие и уничтожение всех документов компании-цели. «Золотые парашюты» основаны на пунктах в трудовом контракте, предполагающих компенсации менеджерам при досрочном прекращении полномочий. В российской хозяйственной практике нередко вставал вопрос о «золотых парашютах» при смене собственников компаний. Так, один из бывших руководителей банка «Северная казна» Валерий Малков смог доказать в суде, что имеет право на «золотой парашют» в 18 млн руб.¹¹ 7 июля 2009 г. один из экс-менеджеров ОГК-2, в июне 2008 г. перешедшей от РАО «ЕЭС России» под контроль «Газпрома», Дмитрий Юркевич добился в Мосгорсуде решения о выплате ему свыше 11 млн руб. «золотых парашютов». Бывший гендиректор ОГК-2 Михаил Кузичев получил в качестве «золотых парашютов» 62 млн руб. Выплаты менеджерам ОГК-2 второго уровня (директорам) составили 20–27 млн руб. на каждого, заместители Кузичева получили примерно по 45 млн руб. Всего получилось 557 млн руб.¹²

К превентивным методам *контроля захвата* относятся финансовый контроль, и в первую очередь контроль за *кредиторской задолженностью*. Контроль целесообразнее осуществлять не через компанию-цель, а через ее акционеров или дружественных лиц. Возможно создание специальной компании для накопления и скупки задолженности, тогда она превращается в задолженность другого юрлица, и непосредственной угрозы банкротства компании-цели нет. Особое внимание надо уделять просроченной задолженности и задолженности неизвестным компаниям.

Мониторинг потенциальных захватов включает отслеживание:

¹¹ Из «Северной казны» посыпались «золотые парашюты» // Коммерсантъ. – № 126 (4181) от 15.07.2009.

¹² Мир новостей. – 5 ноября 2009 г.

- 1) прямых предложений о продаже акций/долей от инвестиционных компаний;
- 2) фактов недружественных поглощений аналогичных компаний в отрасли или на сопредельных территориях;
- 3) процессов создания вертикальных холдингов, в которых компания-цель может играть роль звена;
- 4) изменения отношения местных властей, проявляющегося в участившихся проверках и требованиях уплаты долгов;
- 5) большого количества сделок с мелкими пакетами акций на внебиржевом рынке.

Контроль за *внутренними конфликтами* предполагает выявление предпосылок и причин конфликта на начальных стадиях и осуществление согласительных процедур между участниками при привлечении независимого арбитра. Для разрешения конфликта необходимы разведение сторон по областям принятия решений и в случае необходимости увольнение инициаторов конфликта.

К *тактическим мерам защиты* относятся экономические действия:

1. Контркупка акций:
 - 1.1. у сотрудников компании по рыночной цене;
 - 1.2. у социально незащищенных групп по завышенной цене¹³.
2. Вывод активов:
 - 2.1. сделки по отчуждению с использованием института добросовестного владения¹⁴;
 - 2.2. долгосрочная аренда/лизинг и возвратный лизинг (приобретение и обратная аренда)¹⁵.
3. Блокировка акций, приобретенных захватчиком:
 - 3.1. принятие решения о размещении дополнительных акций по закрытой подписке, что уменьшит пакет захватчика;
 - 3.2. арест акций в обеспечении иска о недействительности сделок захватчика.

Решение о дополнительной эмиссии принимается внеочередным общим собранием акционеров, проводимым по инициативе совета директоров. Объем эмиссии должен быть достаточным для обеспечения незначительности пакета захватчика. Компания-агрессор может предпринять попытку срыва проведения собрания. Поэтому руководство компании-цели необходимо сделать все возможное для обеспечения безопасности места проведения и самих акционеров, а также соблюдения всех процедур.

¹³ В первую очередь речь идет о пенсионерах – бывших сотрудниках компании, получивших акции предприятий при приватизации в обмен на ваучеры.

¹⁴ Имеется в виду проведение последовательности актов оформления перехода собственности на основе регистрации договоров купли-продажи, в ходе которых устраняется сомнительность в добросовестности первого покупателя.

¹⁵ Передача в долгосрочную аренду подразумевает участие дружественной структуры в качестве арендатора. Возвратный лизинг состоит в приобретении лизингодателем в собственность актива с последующей передачей его в лизинг продавцу. Возможной аргументацией такой схемы является недостаточность финансовых ресурсов у компании-цели и необходимость их пополнения именно таким способом.

Если компания-агрессор приобрела акции компании-цели по договорам купли-продажи или дарения, то акционеры компании-цели могут обратиться в суд с иском о признании сделок недействительными. В порядке обеспечения иска суд может арестовать приобретенные компанией-агрессором акции и запретить ими голосовать.



Рис. 2. Тактические меры защиты

При захвате компанию-цель можно вернуть обратно по *процедуре банкротства*. Искусственное создание и накопление задолженности, неоплат по договору об оказании услуг, в том числе подконтрольных посредников, позволяет возбудить процедуру банкротства, а в качестве обеспечения – арест имущества компании. Далее – требование введения наблюдения, обращение в суд с ходатайством об устранении руководителя должника – представителя компании-захватчика.

Если же процедура банкротства направлена против компании-цели, то надо любым образом выиграть время для подачи жалобы в суд и приостановления исполнительных действий:

1) знакомиться с материалами исполнительного производства, делать выписки и копии, представлять дополнительные материалы, давать письменные объяснения;

2) ходатайствовать об отложении исполнительных действий в связи с болезнью должника или его представителя¹⁶;

3) заявить об отводе пристава при сомнении в его беспристрастности;

4) фиксировать все беседы с приставами аудио- и видеозаписью.

Следует всеми способами *привлекать внимание* общественности и СМИ: проводить митинги о необходимости защиты предприятия и рабочих мест. Помогут заявления в правоохранительные органы об угрозах и шантаже захватчика, обращения в суды с исками на его денежные счета. Всячески надо стараться срывать все мероприятия захватчика: общее собрание, визиты пристава к регистратору, встречи с миноритариями.

Не менее важна *работа с акционерами*. В первую очередь необходимо выявление группы акционеров – агитаторов продажи акций, проведение разъяснительной работы, в том числе в целях компрометации сторонников захватчика и критики всего происходящего захвата. Возможно проведение скупки акций захватчика с возможным последующим обменом на свои.

Литература

1. Завьялова Е., Этокова Е. Международные слияния и поглощения: опыт Запада. – М.: Рант, 2002.
2. Иванов Ю. Слияния, поглощения и разделения компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина паблишер, 2001.
3. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – М.: Ось-89, 2005.
4. Молотников А. Слияния и поглощения. Российский опыт. – М.: Вершина, 2006.
5. Николаева И. Слияния и поглощения по-сибирски // Правда Севера. – 22.12.2001.
6. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. – М.: Институт переходного периода, 2002.
7. Семенов А.Л. Измерение синергетического эффекта при слияниях и поглощениях. V международная конференция по истории управленческой мысли и бизнеса: «Проблемы измерений в управлении организацией: история, современность, бизнес». – М.: ТЕИС, 2002. – С. 224–233.
8. Семенов А.Л. Измерение синергетического эффекта при слияниях и поглощениях (упрощенный алгоритм оценки). VI международная конференция по истории управленческой мысли и бизнеса: «Проблемы измерений в управлении организацией: история, современность, бизнес». – М.: МАКС Пресс, 2003. – С. 147–153.
9. Андреева Т.А. Преодоление сопротивления персонала при слияниях и поглощениях. <http://bkg.ru/cgi-bin/articles.pl?subitem=52>.
10. Андреева Т.А. Стратегии и этапы интеграции в процессе слияний и поглощений. ИКФ «АЛЪТ». <http://www.altrc.ru/cgi-bin/viewnews.cgi?newsall>.

¹⁶ Должник (его представитель) – конкретное физическое лицо, обладающее всем комплексом прав для участия в исполнительном производстве. Право действовать от имени организации (юридического лица) делегируется нормативными документами или на основе доверенности.

11. Коренцвит Н. Глобализация по-русски. www.globalrus.ru/comments/133129.
12. Терно В.В. Особенности слияний и поглощений в России на примере «Северсталь». http://nwkurier.narod.ru/dvk/dvk_20htm.

Specific of Mergers and Acquisitions in Russian Federation. Management Approach

*Andrey Semenov
Ph.D., Professor
MSU
Faculty of Economics
(Moscow, Russia)*

Abstract

During last decades the tendency of corporate growth all around the world in the form of mergers and acquisitions is becoming inevitable. The mentioned process in Russia is very specific. The specifics include the forms and stages of acquisition process, the methodology of value estimation, the character and style of negotiation process, staff post integration policy, motives for mergers and acquisitions. The synergy motive is not typical for Russian companies. The great amount of hostile takeovers in Russia made extremely actual the development of specific corporate defense measures – preventive and operational.

Key words: mergers and acquisitions, hostile takeovers, corporate defense measures.

JEL codes: D 21, G 33, G 34, J 26.