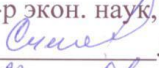


МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
*Федеральное государственное бюджетное  
образовательное учреждение*  
высшего образования  
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»  
ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ  
Кафедра мировой экономики и международного бизнеса

ДОПУЩЕНО К ЗАЩИТЕ В  
ГЭК И ПРОВЕРЕНО НА  
ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЯ  
Заведующий кафедрой  
д-р экон. наук, профессор  
 Л.М. Симонова  
«23» 06 2016

**ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА**  
**РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КИТАЯ: ОСОБЕННОСТИ**  
**ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ**  
(магистерская диссертация)  
38.04.02 Менеджмент: Международный бизнес

Выполнил  
Студент 2 курса  
Очной формы обучения



Темников  
Данил  
Олегович

Научный руководитель  
К.э.н, доцент



Лимонова  
Эмма Михайловна

Рецензент  
Генеральный директор  
ООО «Центр  
Коммуникаций «Сфера»



Мещеряков  
Виталий  
Александрович

Тюмень 2016

Работа выполнена на кафедре мировой экономики и международного бизнеса  
Финансово-экономического института ТюмГУ  
по направлению «Менеджмент»,  
магистерская программа «Международный бизнес»

Защита в ГЭК  
протокол от 28.06.16 № 22  
оценка отлично

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИЗУЧЕНИЯ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ .....	7
1.1. Анализ теоритических положений слияний и поглощений.....	7
1.2. Особенности мотиваций слияний и поглощений.....	19
1.3 Риски процесса интеграции компании: источники возникновения и управление .....	30
ГЛАВА 2. ХАРАКТЕРИСТИКА ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ.....	47
2.1. Опыт регулирования рынка слияний и поглощений в странах мира .....	47
2.2. Обзор мирового рынка слияний и поглощений.....	64
ГЛАВА 3. АНАЛИЗ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КИТАЯ	
3.1. Регулирование сделок по слияниям и поглощениям компаний в.....	68
Китае.....	68
3.2. Обзор рынка слияний и поглощений Китая.....	81
3.3. Факторы проведения успешной трансграничной сделки слияния и поглощения с участием китайской компании.....	92
ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....	98
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	101
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ .....	102



## ВВЕДЕНИЕ

Рынок слияний и поглощений во всем мире показывает стабильный рост, связанный с непрерывным процессом глобализации. Данный инструмент позволяет не только увеличить капитализацию компании-покупателя, но и открывает доступ к новым рынкам, технологиям, моделям управления и пр. С другой стороны, стремительный рост экономики Китая за последние десятилетия, который по праву называют «китайским экономическим чудом», привлекает как зарубежные компании на этот рынок, так и дает возможность местным предприятиям расширять свое присутствие на мировой арене. В 2015 г. китайская экономика выросла на 6,9 % ВВП. Анализируя динамику рынка СиП китайских компаний необходимо отметить его активный рост по всем направлениям. По сравнению с 2012 годом, объем сделок по слияниям и поглощениям китайских компаний вырос на 446%, со \$153 млрд. до \$684 млрд. В это же время мировой рынок так же показал рост, но менее значительный в процентном соотношении: с \$2,54 триллионов в 2012 году до \$4,75 триллионов в 2015, таким образом рост составил 187%.

Цель данной работы – проанализировать особенности деятельности компаний на рынке слияний и поглощений Китая.

Для достижения данной цели были сформулированы следующие задачи:

- определить, что такое рынок слияний и поглощений, какие сделки проходят на нем;
- рассмотреть мотивы слияний и поглощений компаний;
- рассмотреть виды рисков, возникающих при проведении сделок слияний и поглощений компаний, изучить методы управления ими
- изучить особенности регулирования данного рынка в Китае и сравнить его с опытом различных стран;
- проанализировать рынок слияний и поглощений Китая и

сравнить его с общемировым;

- обобщить прогнозы развития данного рынка ;
- рассмотреть перспективы развития рынка слияний и поглощений

Китая.

Объектом диссертационной работы является рынок слияний и поглощений Китая. Предмет работы – особенность функционирования и регулирования рынка слияний и поглощений Китая.

Рынок слияний и поглощений Китая слабо изучен российскими учеными, однако изучением глобального рынка российская научная школа занимается с середины 1980-х гг. В данной работе использованы труды российских ученых Г.М. Костюниной, С.А. Григорьевой, А.Ю. Гринченко, Н.А. Титкова, Т.В. Колодяжной и других. Многие научно-исследовательские институты и консалтинговые агентства мира, а также международные организации в своих отчетах и исследованиях акцентируют внимание на китайский рынок слияний и поглощений. Среди них McKinsey Global Institute, Всемирный банк, Deloitte, KPMG, Thomson/Reuters, PWC и другие.

В работе использованы системы подход, методы логико-структурного и сравнительного анализа, графико-аналитические инструменты исследования.

Научная новизна исследования заключается в обзоре и анализе рынка СиП Китая с точки зрения его функционирования и регулирования.

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в возможности использования его результатов российскими компаниями, которые планируют совершать сделки СиП на китайском рынке.

В заключении в обобщенном виде изложены итоги проведенного исследования в соответствии с поставленной целью и задачами работы, сформулированы основные выводы.

Работа состоит из 101 страницы. В тексте работы присутствуют 5 таблиц и 9 иллюстраций. Список литературы включает 50 источников.

## ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИЗУЧЕНИЯ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

### 1.1. Анализ теоритических положений слияний и поглощений

По мере развития рыночных экономических отношений собственники юридических лиц сталкиваются с необходимостью оперативного реагирования на изменившуюся экономическую ситуацию, поэтому год от года растет количество сделок по «слиянию и поглощению» юридических лиц. Многие российские компании активно используют зарубежный опыт, а также новейшие технологии развития бизнеса, в том числе процессы слияний и поглощений капитала. По экспертным данным в последние годы в России наблюдается значительный рост сделок «слияний/поглощений» (СиП)

В зарубежной и российской литературе существуют различные подходы к интерпретации сделок слияния и поглощения. Во многом это обусловлено разногласиями в определении понятия «слияние» и «поглощение».

В зарубежной литературе применяются большое количество определений понятий «слияния» и «поглощения». Под сделками слияния и поглощения (СиП) понимается покупка предприятия, разделение предприятия и долевое участие в предприятии [32] или слияние двух более или менее равных компаний, а также приобретения, где одна компания получает контрольный пакет акций другой компании [33], или передача права управления, права контроля и права распоряжения (2003)), причем минимум одно из участвующих в сделке предприятий утрачивает свою юридическую самостоятельность [34].

Гохан [10] рассматривает такие формы реорганизации компаний как слияние, консолидация, поглощение. Слияние он определяет формулой  $A+B=A'$ , консолидацию:  $A+B-C$ , где  $C$  является совершенно новой компанией, а термин «поглощение» считает более неопределенным и относящимся иногда

только к враждебным сделкам, а в других случаях как к дружественным, так и недружественным слияниям. При этом он считает, что все эти термины взаимозаменяемы и могут употребляться в зависимости от размера объединяющихся компаний (если компании по размеру равны, то это консолидация, а если различаются в размере, то это слияние).

Рид и Лажу [27], рассматривая понятие и виды слияния, определяют слияние как сделку, при которой одна корпорация юридически поглощается другой, в результате чего компания-поглотитель принимает на свой баланс все активы и обязательства поглощенной корпорации. Отдельной передачи активов или обязательств не происходит. Вся сделка осуществляется в соответствии с правовыми нормами. При этом анализ видов слияний, рассматриваемых этими авторами (обратное слияние, форвардное слияние), позволяет сделать вывод о том, что в одном случае речь идет о покупке акционерами акций поглощаемой компании, в результате сделки они владеют акциями двух компаний, каждая из которых продолжает существовать, а в другом случае о такой правовой форме реорганизации юридических лиц, как слияние.

Депамфилис [11] выделяет правовой (организационный) и экономический аспект слияний. Организационный аспект - это аспект правовой формы, используемый для совершения сделки. С организационной точки зрения слияние - это объединение двух компаний, в результате которого только одна из них сохраняется как юридическое лицо. При экономическом аспекте слияния рассматриваются в зависимости от отраслей, к которым относятся объединяющиеся компании. Поглощение происходит, когда одна компания становится основным собственником и приобретает контроль над другой компанией, ее дочерней фирмой или отдельными активами, например, производственным предприятием. Поглощение может предполагать такую покупку активов или акций другой фирмы, в результате которой, будучи



поглощенной, она продолжит дальнейшее свое существование в качестве дочерней фирмы компании-хищника.

Таким образом, Депамфилис разграничивает слияния и поглощения, при слияниях одно из юридических лиц прекращает свое существование, а при поглощениях обе организации сохраняют свою независимость, меняется лишь собственник акций.

В целом, поглощение есть объединение двух или нескольких юридических лиц в одно, к которому переходят активы и обязательства поглощаемых юридических лиц, при этом поглощаемые юридические лица либо прекращают свое существование, либо контролируются путем владения контрольным пакетом акций или долей капитала. С юридической точки зрения в каждой стране существует достаточно большое число способов объединения. «Слияние и поглощение» (СиП) - это общий термин для всех сделок, которые объединяет передача корпоративного контроля во всех формах, включая покупку и обмен активами. Сюда входят сами слияния (соединения компаний в одну), поглощения, приобретение компаний, выкуп с привлечением заемных средств, рекапитализация, изменение структуры собственности, «обратное слияние» (создание публичной компании без первоначального размещения акций на бирже), выделение и продажа бизнесединицы и все другие сделки, которые подразумевают передачу корпоративного контроля из рук одних акционеров в руки других [19]. В своей основе слияния и поглощения как движение активов - это механизм перераспределения собственности от менее эффективных собственников к более эффективным или передача управления компанией в интересах собственников в целях повышения доходности и прибыльности вложенного капитала.

Процессы слияний и поглощений в зарубежных странах признаны сложными институтами, регламентированными законодательными актами.

Институт СиП принято считать техникой, созданной в английском праве. Эта техника заимствована корпоративным правом США и закреплена в Законе Уильямсона 1968 г.

Правовая доктрина США определяет поглощение в качестве одной из форм изменения контроля над компанией в результате перехода права собственности на крупный пакет акций или наиболее ликвидные активы компании [5].

Нормативные акты, регулирующие процессы СиП, разработаны как в отдельных странах, так и в наднациональном законодательстве стран Европы, а именно в актах Европейского союза. Характерным примером этого служит Директива Европейского парламента и совета 2004/25/СЕ от 21.04.2004, касающаяся публичных предложений о приобретении, которая регулирует основные принципы и способы слияния и поглощения компаний. Она устанавливает единые правовые нормы в отношении контроля и регулирования агрессивных слияний и поглощений компаний в рамках Европейского союза. При этом каждое европейское государство имеет свое национальное законодательство, устанавливающее процедуры слияния и поглощения компаний, ответственность за нарушения его норм в случаях осуществления недружественного поглощения. Так, подобные нормы предусмотрены в актах правовой системы Великобритании, Швеции, Германии, Бельгии, Нидерландов и в соответствующих актах других стран.

Подход европейских континентальных стран базируется на английской модели СиП. Основные характеристики этой модели отражены в Кодексе Сити о поглощениях.

По Кодексу Сити о поглощениях и слияниях поглощение - это:

- сделка (в отличие от реорганизации);
- сделка по приобретению от 30 % голосующих акций компании.

В ст. 429 английского Закона о компаниях предусматривается право компании, приобретающей 90 % акций (паев) другой компании, «установить

контроль». При скупке акций юридического лица может последовать реорганизация АО в любой форме и даже ликвидация [13].

Таким образом, в западной литературе используется общий термин «слияния и поглощения». Под слияниями и поглощениями понимаются сделки, в результате которых происходит собственно слияние или присоединение юридических лиц как форма реорганизации юридических лиц, приобретение компаний, приобретение акций компаний, передача прав управления, контроля и распоряжения, то есть приобретение контроля над компанией. Процессы слияний и поглощений регулируются национальным законодательством и правом ЕС. Под поглощениями понимаются сделки по покупке акций акционерного общества (30 %), в результате которых приобретает контроль над акционерным обществом.

Слиянием юридических лиц признается создание нового юридического лица с передачей ему всех прав и обязанностей двух или нескольких юридических лиц и прекращением последних. Заключается договор о слиянии юридических лиц, имущество передается согласно передаточному акту.

Присоединением юридического лица признается прекращение одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей юридическому лицу.

Но если понятия «слияния» и «присоединения» легально закреплены в федеральных законах и являются правовыми, то понятие «поглощение» не имеет четкого законодательного определения. Так, в частности, в ранее действовавшем Временном положении «О холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества» [1], под поглощением понимается приобретение одним предприятием контрольного пакета другого предприятия. В рекомендательном акте федерального органа исполнительной власти по ценным бумагам «Кодексе корпоративного поведения» под поглощением

понимается приобретение тридцати и более процентов размещенных обыкновенных акций [2].

В научной литературе российские авторы рассматривают процессы слияний и поглощений, уделяя внимание различным аспектам.

Слияния рассматриваются, как процесс объединения организаций с созданием новой организации [6, 19, 23]; разновидность поглощения организаций [29]; передача власти новому субъекту в процессе реорганизации [20]; переход контроля над предприятиями [22, 24, 30]; интеграцию организаций [17, 26].

Поглощения рассматриваются: с точки зрения взятия одной организации под контроль деятельности других организаций [8; 16; 22; 31]; как сделка, в результате которой происходит переход права собственности на корпорацию [29]; как объединение двух или нескольких юридических лиц в одно, к которому переходят активы и обязательства поглощаемых юридических лиц, при этом поглощаемые юридические лица либо прекращают свое существование, либо контролируются путем владения контрольным пакетом акций или долей капитала [16; 19]; как прекращение экономической власти одного или нескольких субъектов с ее передачей третьему экономическому субъекту [20].

А.С. Могилевский [23], исследуя слияния и присоединения российских акционерных обществ, основное внимание уделяет вопросам правопреемства юридических лиц, отмечает, что реорганизацию в форме слияния и присоединения следует рассматривать как инструмент имущественного и делового оборота, призванный способствовать концентрации бизнеса и получению конкурентных преимуществ. Термин «слияния и поглощения» носит скорее экономический, чем правовой характер, и подразумевает собой объединение на определенных условиях активов и управленческих функций нескольких компаний в рамках одного корпоративного объединения или под его эгидой. В известной степени процессы СиП в России можно

охарактеризовать как определенный род деловой активности: покупка акций, долей в уставном капитале, приобретение имущественных комплексов, реорганизация в форме слияния и присоединения. Все эти действия объединяет одно - приобретение контроля над бизнесом.

Д.В. Жданов [15], исследовав вопросы реорганизации юридических лиц и правопреемства, возникающего в результате реорганизации, отмечает, что любая форма реорганизации юридических лиц (в т.ч. слияние и присоединение) связана с созданием или прекращением юридических лиц, и тем самым не признается реорганизацией приобретение контроля над предприятием, в том числе путем приобретения акций. Приобретение акций рассматривается как экономическое, но не правовое объединение, последнее связано с прекращением, по крайней мере, одного юридического лица и передачу его прав и обязанностей правопреемнику.

Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева [14], проанализировав теоретические разработки и результаты исследований как зарубежных, так и российских авторов, а также российское и зарубежное законодательство, пришли к выводу о невозможности дать однозначное определение процессов слияния/поглощения компаний и необходимости комплексного подхода к изучению этих явлений, выделяя при этом три уровня: юридический (процесс перехода прав собственности на активы и обязательства, установление правопреемника, определение его прав и обязанностей); бухгалтерский (механизмы объединения активов и обязательств, критерии их признания, способы отражения сделок в бухгалтерском учете, формирование статей финансовой бухгалтерской отчетности); экономический (источники конкурентных преимуществ компании и факторы, их определяющие).

На основании анализа представленных точек зрения можно прийти к следующим выводам:

– зарубежная терминология, используемая для характеристики процессов СиП, не совпадает с российской правовой моделью;

– экономический подход к слияниям и поглощениям отличается от правового подхода. В юридической литературе уделяется внимание вопросам правопреемства юридических лиц, процедуры конвертации акций АО, защиты прав миноритарных акционеров, антимонопольных ограничений. В экономической литературе большее внимание уделяется вопросам контроля над деятельностью организации и вопросам оценки экономического эффекта, получаемого в результате сделки «слияния/поглощения», а также оценки стоимости компании;

– необходимо рассматривать процессы «слияния и поглощения» в двух аспектах: как процесс слияния и поглощения капитала и как процесс слияния и присоединения юридических лиц;

– под поглощением следует понимать покупку крупного пакета акций (или долей) поглощаемой организации с целью оказания существенного влияния на решения, принимаемые органами управления поглощаемой организации. Целесообразно внести изменения в Гражданский Кодекс РФ и ФЗ «Об акционерных обществах», ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью», введя легальное определение понятию «поглощение юридических лиц» и отграничив понятия «слияние юридических лиц», «присоединение юридических лиц», «поглощение юридических лиц»;

– детально рассматривая процессы «слияния и поглощения», авторы исследуют только юридические лица в организационно-правовой форме открытых акционерных обществ (публичных компаний), рассматривая механизм слияния/поглощения через процедуру покупки акций, однако большое число юридических лиц существуют в других организационно-правовых формах.

При анализе сделок «слияний и поглощений» в научной литературе выделяют большое количество разнообразных классификаций. Наиболее распространенными являются классификации по следующим признакам:

характер интеграции, национальная принадлежность и отношение компаний (менеджмента компаний) к слияниям.

В зависимости от характера интеграции выделяют [4, 6, 9, 10, 11, 19, 20]: горизонтальные, вертикальные, конгломеративные, родовые, концентрические слияния.

Горизонтальные слияния происходят между организациями, работающими в одной отрасли, с целью расширения доли рынка, укрупнения бизнеса для повышения его эффективности. Вертикальные слияния происходят между организациями, занятыми на разных стадиях производства, например, организация-поставщик и организация-потребитель. Вертикальные слияния осуществляются в рамках единой технологической цепочки. При конгломеративном слиянии происходит объединение организаций, не связанных между собой какими-либо отраслевыми или технологическими особенностями. При этом рассматриваются три типа конгломеративных слияний: в целях расширения географии рынка, для расширения продуктовой номенклатуры производства, чисто конгломеративные (объединение организаций совершенно несвязанных между собой сферами деловых интересов). При родовых слияниях объединяются организации, производящие взаимосвязанные товары. «Если работа сливающихся организаций настолько связана, что происходит взаимный перенос специфических функций менеджмента (исследования, производство, финансы, маркетинг и т. д.), то такое слияние называется концентрическим» [19].

В зависимости от национальной принадлежности выделяют [4, 9, 19, 20, 25]: национальные, транснациональные (трансграничные, международные); местные и региональные слияния.

При национальных слияниях происходит объединение юридических лиц одной государственной принадлежности, при транснациональных - юридических лиц, находящихся в разных государствах. М.М. Мусатова [25] конкретизирует национальную составляющую с использованием

национальной принадлежности интеграции (характеристика с точки зрения национального признака участников) и выделяет виды интеграции: внутреннюю (процессы между компаниями какой-либо одной страны), экспортную/импортную (приобретение прав контроля российским участником над иностранной компанией и наоборот) и совместную интеграции.

Выделение местных и региональных слияний в данной классификации излишне. Данные виды слияний характеризуют не национальную принадлежность объединяемых юридических лиц, а действие организаций на определенном уровне административно-территориальной структуры государства.

В зависимости от отношения компаний (менеджмента компаний) к слиянию выделяют [4, 6, 9, 11, 19, 20, 25] дружественные и враждебные слияния (поглощения).

При дружественных слияниях руководство организации поддерживает сделку, а при враждебных - руководство организации-цели не поддерживает сделку и проводит мероприятия, противодействующие «захвату».

По способу объединения потенциала и форме (типу) объединения компаний выделяют: корпоративные альянсы и корпорации [9; 20; 25]; кроме того Дедамфилис [11] рассматривает в данной классификации еще традиционные слияния, холдинги, совместные предприятия, стратегические союзы, миноритарные инвестиции, франшизы и лицензионные соглашения.

Корпоративные альянсы - это объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно. Компании для этих целей могут создавать совместные структуры, например, совместные предприятия. Корпорации - этот тип имеет место тогда, когда объединяются все активы вовлекаемых в сделку фирм.



Данная классификация противоречит определению слияния как объединению двух и более юридических лиц и образованию нового юридического лица. При образовании холдингов, совместных предприятий, союзов не происходит реорганизации юридических лиц, они продолжают свое существование в неизменном виде. Холдинги сами не занимаются производственной деятельностью, а только владеют контрольным пакетом других юридических лиц и оказывают влияние на их деятельность, т. е. осуществляют контроль над юридическими лицами, входящими в холдинг. Организации, входящие в холдинг, обладают юридической и хозяйственной самостоятельностью. Совместное предприятие является самостоятельным юридическим лицом, учредители которого создали его для достижения каких-либо совместных целей. Франшизы и лицензионные соглашения предоставляют право продавать продукцию или оказывать услуги под определенной торговой маркой, но образование нового юридического лица в этом случае не происходит,

В зависимости от того, какой потенциал объединяется [9, 19, 20, 25] выделяют производственные и чисто финансовые слияния.

При производственных слияниях объединяются производственные мощности нескольких организаций с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштаба производства и сбыта. При чисто финансовых слияниях объединяющиеся компании не создают единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций компаний на рынке ценных бумаг и в финансировании инноваций.

Н.Ю. Кониная [19] с точки зрения механизма проведения слияний выделяет: прямые переговоры, скупку акций, создание холдинговой компании, выкуп с привлечением заемных средств, создание совместного предприятия.

По источнику финансирования [19]: слияния с привлечением заемных средств; слияния без привлечения заемных средств.

По уровню стоимости сделки [19]: мегаслияния (1 млрд долл, и выше); крупные (от 500 млн до 1 млрд долл); выше среднего (от 100 млн до 500 млн долл.); средние (от 50 до 100 млн долл.); ниже среднего (от 10 до 50 млн долл.); небольшие (от 1 до 10 млн долл.); мини-слияния (менее 1 млн долл.).

По информационной открытости процесса [25]: открытый, закрытый и частично открытый процесс слияния.

В зависимости от объема приобретаемых акций [4]: полное (100 %), мажоритарное (50-99 %), миноритарное (10-49 %). В результате приобретения акций юридического лица не происходит его реорганизация. Владелец акций получает право на дивиденды и участие в управлении организацией.

Н.Ю. Кониная [19] с точки зрения юридических аспектов осуществления слияний и поглощений выделяет два варианта:

- сделка осуществляется от имени компаний как хозяйственных единиц, с согласия и по поручению акционеров. От имени компании выступает ее руководство;

- сделка осуществляется как сумма отдельных сделок с отдельными акционерами, когда непосредственно каждому акционеру приобретаемой компании делается предложение напрямую продать его акции приобретающей компании по определенной цене без участия руководства приобретаемой компании.

Рассмотренные классификации процессов «слияний и поглощений» выбираются исследователями в зависимости от подходов к определению понятия «слияний и поглощений», целей проводимого анализа этих процессов, а также организационно-правовой формы юридического лица.

Классификации:

- по способу объединения потенциала и форме (типу) объединения компаний;
- в зависимости от того, какой потенциал объединяется;
- в зависимости от объема приобретаемых акций;
- с точки зрения механизма проведения слияний противоречат рассматриваемому подходу к определению слияния юридических лиц как форме реорганизации юридического лица, в результате которой юридические лица, участвующие в процессе слияния ликвидируются, а все их имущество, права и обязанности переходят к вновь созданному юридическому лицу и, следовательно, не могут применяться при рассмотрении процессов реорганизации юридических лиц в соответствии с действующим российским законодательством. Данные классификации следует применять при анализе процессов поглощения юридических лиц.

## 1.2. Особенности мотиваций слияний и поглощений

В практике современного корпоративного менеджмента выдвигается достаточно много причин для объяснения слияний и поглощений корпораций. Выявление мотивов слияний является чрезвычайно важным моментом, поскольку именно они отражают причины, по которым при объединении нескольких корпораций происходит рост их капитализации. В свою очередь, увеличение капитализации объединенной корпорации является целью большинства сделок слияний и поглощений.

На основе анализа и систематизации мирового опыта сделок слияний и поглощений можно выделить их основные мотивы:

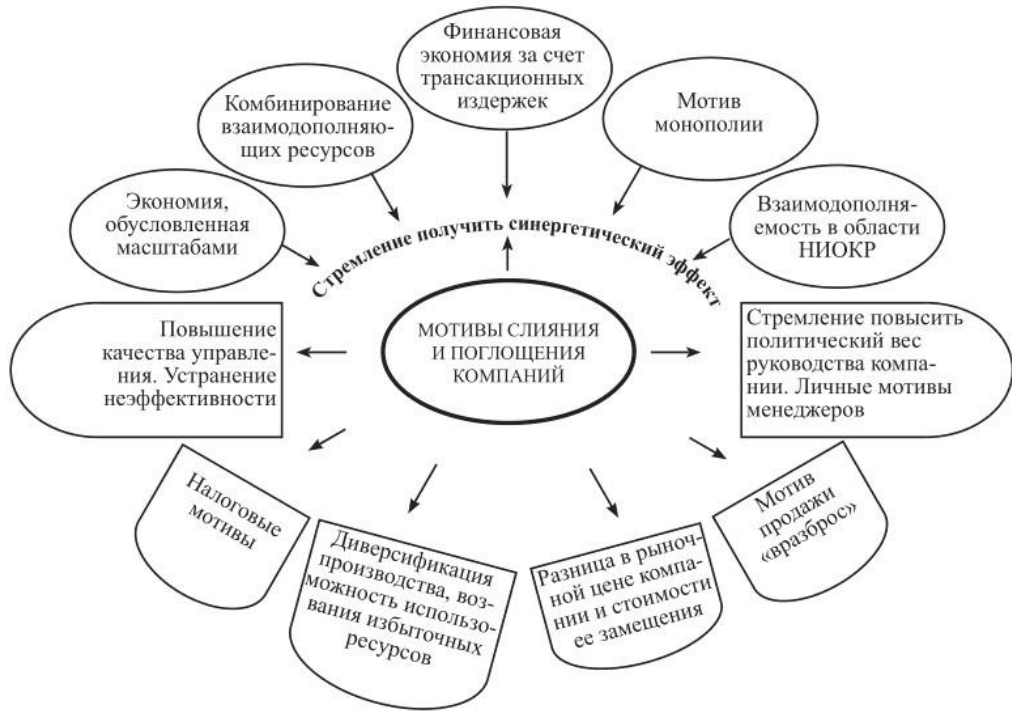


Рисунок 1.1 – Мотивы слияний и поглощений компаний

Источник: [12, с.26]

Целесообразно предположить, что руководство всегда стремится эффективно использовать финансовые ресурсы. Кроме того, исключаются неэффективность или недостатки во внутреннем размещении ресурсов. Эти ресурсы вне фирмы вкладываются в самые прибыльные, с ее точки зрения, рынки. Также не существует проблемы агентов, то есть менеджеры являются лишь инструментом в руках держателей акций и реализуют их функции полезности при оценке различных потоков прибыли во времени таким образом, что рыночная оценка фирмы максимизируется. В данном случае при слиянии компаний менеджеры сливающихся фирм действуют исключительно в интересах держателей акций, то есть добиваются того, чтобы рыночная оценка фирмы, образовавшейся после слияния, превышала суммарную рыночную оценку фирм до слияния. Помимо этого, фондовый рынок должен быть эффективным. Таким образом, рыночная оценка фирмы абсолютно точно отражает среднюю величину и ковариацию текущего и будущего

потенциальных доходов фирмы. Иными словами, между курсом акций и фундаментальными оценками не наблюдается расхождений.

На этом основании можно классифицировать мотивы слияний по трем категориям.

– Усиление рыночной власти. Например, если две компании действуют на одном рынке, слияние увеличит рыночную концентрацию и даст образованной компании большую рыночную власть. Это намного более быстрый путь к достижению доминирующего положения на рынке, чем конкурентная война, а преимущество состоит в отсутствии повышения суммарной мощности на рынке. Повышенная концентрация делает сговор более легким путем уменьшения числа степеней свободы в поиске этих соглашений. Кроме того, более крупная компания способна диктовать отраслевую политику. С другой стороны, возникающая в результате слияния повышенная концентрация может иметь и свои недостатки. Она может нарушить довольно слабо сбалансированное соглашение олигополистов и спровоцировать войну олигополии. Существование антитрестовского законодательства может также оказать сдерживающее влияние. Таким образом, можно заключить, что повышенная концентрация на рынке может давать определенную выгоду, но эта выгода не является неизбежной.

– Сокращение рекламных и иных расходов, направленных на стимулирование сбыта. Даже если усилившаяся рыночная власть не увеличивает маржинальную прибыль, образованная в результате слияния фирма получает возможность уменьшить конкурентные расходы на рекламу и стимулирование сбыта, особенно в тех случаях, когда это приводит к некоторому объединению производств продуктов. Отметим, что результат слияния зависит не только от действия двух фирм, но и от реакции других конкурентов на олигополистических рынках.

– Выгоды от эффективности, недоступные в ином случае. В экономической литературе преимущества со стороны затрат зачастую

рассматриваются как «синергетические», то есть отвечающие эффекту « $2 + 2 = 5$ ». Возможны следующие случаи такого эффекта:

а) экономия производства, возникающая из экономии от масштаба. Но это не всегда достижимо в коротком периоде, так как слияние может сводиться к простому соединению двух небольших заводов неоптимального размера. Выгода должна возникнуть в длительном периоде, когда общее производство будет сконцентрировано на меньшем числе заводов и таким образом будет реализована экономия;

б) неделимые или свободные ресурсы: одна или обе компании владеют определенными ресурсами, которые они не могут использовать полностью и которые по причине их неделимости не могут быть уменьшены в размере. В этом случае слияние, позволяя распределить постоянные затраты, предоставляет возможность полного использования ресурсов. Точно такие же доводы можно применить к другим недоиспользованным ресурсам, таким, например, как большие агрегаты, которые одна фирма не может использовать на полную мощность, или торговая сеть, выигрывающая от более широкого ассортимента продуктов, или сеть торговых агентов;

в) экономия в сфере НИОКР. Преимущества совместных программ НИОКР могут возникать из-за экономии от масштаба или лучшего использования свободных ресурсов, как это было указано в «а» или «б». Однако сюда же можно добавить преимущество объединения рисков при крупномасштабных усилиях, а также уже отмеченную способность крупномасштабных НИОКР привлекать лучший исследовательский и инженерный персонал;

г) экономия при получении финансовых ресурсов: крупные компании имеют преимущества в привлечении средств. Выход на рынок капиталов влечет за собой транзакционные затраты, многие из которых постоянны. Удельные затраты, следовательно, будут ниже для больших проектов. Снижение рисков также отразится в более низкой стоимости капитала;

д) устранение транзакционных затрат: слияние, которое включает вертикальную интеграцию, может снизить затраты путем замены рыночных сделок планированием и координацией внутри фирм. Рыночные сделки включают время руководства, потраченное на поиски информации и проведение переговоров, а также время на произведение расчетов между фирмами. Фирма, образованная после слияния, будет иметь доступ к лучшей информации при более низких затратах, так как контролировать деятельность внутри фирмы легче, чем получать информацию о деятельности другой фирмы. Производственные связи между отдельными подразделениями фирмы на «входе» и «выходе» осуществляются на основе обычного управления производством.

Слияние предпочтительно в тех случаях, когда целью является увеличение доли на рынке, так как конкурентный процесс способен привести, по крайней мере в среднесрочной перспективе, к созданию дополнительной мощности. Вторым достоинством слияния является возникающая у фирмы возможность обойти барьер для входа в сектор, куда она хочет проникнуть с целью диверсификации. Альтернатива в данном случае — дорогостоящая конкурентная война. В-третьих, слияние исключает задержки, тогда как на планирование и проведение инвестиционной программы может уйти значительное время. В-четвертых, при покупке действующего предприятия с проверенным рынком функционирования риск меньше. Наконец, преимуществом слияния может быть приобретение специфического ресурса другой фирмы, недоступного для новичка, входящего в этот сектор.

В настоящее время значительное количество крупных слияний и поглощений имеет международный характер и осуществляется в связи с этим часто в соответствии с международными, главным образом, англосаксонскими обычаями. Рассмотрим ряд наиболее важных разновидностей слияний и поглощений.

Во-первых, выделим *расширение бизнеса*. Основная классификация слияний и поглощений при расширении бизнеса основывается на объединяемых разновидностях деятельности. Согласно данному признаку, слияния и поглощения можно подразделить на горизонтальные, вертикальные и конгломератные.

Горизонтальные слияния и поглощения предполагают объединение корпораций, функционирующих и конкурирующих в одной области деятельности. Такой тип слияний обеспечивает наиболее полное достижение конкурентных преимуществ по сравнению с другими участниками данного рыночного сегмента за счет эффекта экономии от масштаба и прироста капитала. В этом случае необходимо отметить, что данного рода слияния и поглощения (как ограничивающие конкурентную борьбу) могут подвергаться государственному регулированию посредством применения комплекса антимонопольных мер. Наиболее показательными примерами слияний этого типа являются слияние банков Chase Manhattan и Chemical Bank а также объединение корпоративных гигантов пищевой промышленности Guinness и Grand Metropolitan .

Далее рассмотрим вертикальные слияния и поглощения. Вертикальными слияниями можно назвать объединение компаний, выполняющих различные стадии одного производственного процесса. В таком случае слияние принимает форму «интеграции вперед» или «интеграции назад». Например, завод по производству металлопроката объединяется со станкостроительным предприятием («интеграция вперед», то есть объединение с компанией, относящейся к следующей стадии производственного процесса), или, допустим, с предприятием, занимающимся добычей железной руды («интеграция назад», то есть слияние с компанией предыдущего этапа производственного процесса).

Наиболее яркие примеры российской практики — приобретение НК «Лукойл» контрольного пакета румынского нефтеперерабатывающего завода



«Петротел», формирование холдинга «Сибирский алюминий» вокруг САЗа, в который вошли предприятия по выпуску алюминиевого проката, производству алюминиевых фольги и банок.

Данный тип слияния обеспечивает повышение технологической экономичности производства, способствует снижению транзакционных издержек. Причина этого заключается в том, что участники таких вертикально интегрированных схем поставляют друг другу объект промежуточного производства по более низким ценам или бесплатно (на давальческой основе). Также наблюдается более эффективный обмен информацией в пределах объединенной компании, что в конечном итоге приводит к существенному сокращению промежуточных затрат и, в итоге, совокупных затрат производства конечной продукции.

Рассмотрим конгломератные слияния, которые предполагают объединение компаний, принадлежащих к различным отраслям, несвязанным отраслям или географическим регионам.

Существуют три базовых разновидности конгломератных слияний [14, с. 93]:

Во-первых, это — слияние для расширения спектра продуктов. В данном случае наблюдается объединение компаний, производящих различную продукцию, обладающую, тем не менее, схожими признаками, и способных расширить ассортимент выпускаемых друг другом товаров. Таким образом значительно возрастает конкурентоспособность вновь сформированной структуры. Примером таких слияний и поглощений может служить слияние корпорации Boeing, которая является крупнейшим в мире производителем в отрасли гражданской авиации, и компании

McDonnell Douglas, лидера в области оборонно-космической промышленности, а также объединение двух мега-корпораций, оперирующих на рынке финансовых услуг,— инвестиционного банка Morgan Stanley и

обладающего широко развитой дистрибьюторской сетью компании Dean Whitter Discovery. В результате возникает мощная финансовая структура, которая одновременно работает и с частными, и с крупными институциональными клиентами.

Во-вторых, рассмотрим слияние с целью географического расширения. При данном типе слияний происходит объединение фирм, выпускающих однотипную продукцию, но осуществляющих деятельность в различных регионах. Такая схема позволяет существенно сократить уровень риска посредством географической диверсификации, кроме того, расширить присутствие на рынке, а значит, приобрести конкурентные преимущества и обеспечить для компании дополнительный спрос на различных географических рынках. Примером слияний и поглощений данного типа является приобретение германским концерном Volkswagen 70 % пакета акций чешского завода Skoda, что позволило компании Volkswagen воспользоваться преимуществами быстрорастущего и перспективного рынка стран Центральной и Восточной Европы.

В-третьих, рассмотрим собственно конгломератные слияния и поглощения, которые предполагают объединение компаний из совершенно не связанных между собой отраслей. Примером таких слияний и поглощений является слияние компании R.J.Reynolds, производящей табачные изделия, и фирмы-производителя пищевых продуктов Nabisco Brands, в результате которого возникла корпорация RJR Nabisco.

Выделение бизнеса как составной части корпоративной стратегии также может реализовываться посредством использования механизма слияний и поглощений. Для этих целей может осуществляться отпочковывание и продажа отдельных подразделений компании.

Существует две разновидности отпочковывания: разбиение компании и отделение.

При разбиении материнская компания преобразуется в несколько новых независимых юридических лиц, а материнская компания прекращает свое существование.

При отделении часть акционеров получает долю в новой компании в обмен на долю в материнской компании в рамках установленного соотношения. В данном случае происходит разделение всех акционеров на две группы — на акционеров, владеющих акциями материнской компании, и акционеров, владеющих акциями отделившейся компании.

Далее рассмотрим продажу отдельных подразделений материнской компании или дивести́рование. Оно предполагает продажу какого-либо подразделения фирмы третьим лицам. В отличие от отпечковывания, в результате проведения подобного рода реструктуризации материнская компания получает денежные средства. В случае когда какое-либо подразделение компании выставляется на открытую продажу широкому кругу лиц, операция называется выделением.

Дивести́рование является довольно распространенным методом реструктуризации компании с одновременным получением необходимых материнской компании денежных средств. В качестве примера можно привести продажу фирмой Nokia неосновных (не связанных с телекоммуникациями) подразделений Nokia Data (разработчик информационных технологий) и энергетического подразделения в рамках концепции развития, а также с целью получения дополнительных наличных денег. [26, с. 185].

Таким образом, причины, побуждающие фирмы осуществлять продажу или отпечковывание собственных подразделений, являются очевидными. Основная из них — это стремление к росту эффективности бизнеса. В большинстве случаев в составе любой фирмы присутствует убыточное подразделение, занимающееся неосновным видом деятельности. Выделение такого бизнеса может позволить компании сконцентрировать внимание на

основном виде деятельности, устраняя побочные затраты на поддержание неосновного и неприбыльного направления. Более того, если различные направления бизнеса становятся независимыми, то достаточно несложно выявить реальную эффективность каждого из них, а следовательно, и адекватно распределить вознаграждение менеджмента.

В процессах слияний и поглощений особо выделим процедуры по изменению структуры и формы собственности. Под этими процедурами понимается трансформация открытого акционерного общества в закрытое АО или в партнерство. Иными словами, основным отличием данного вида сделок от остальных сделок слияний и поглощений заключается в том, что акции акционерного общества выкупаются небольшой группой заинтересованных инвесторов и перестают котироваться на фондовом рынке. Как правило, покупается компания в целом или какое-либо ее подразделение. Всё это осуществляется посредством покупки у акционеров компании принадлежащих им акций либо акционерам взамен обыкновенных акций предлагаются привилегированные акции или облигации. Кроме того, совершенно очевидно, что для того чтобы провести подобную сделку, инвесторам требуется привлечение значительных объемов денежных средств. Следовательно, еще одной особенностью сделок по трансформации открытого акционерного общества в закрытое является то, что они практически всегда сопровождаются крупными займами. Именно из-за использования в таких сделках значительных объемов заемного капитала они носят название «выкуп с рычагом» (Leverage buy-out, LBO).

Если же выкуп компании производится ее высшим менеджментом, то данный тип сделок называется «выкуп управляющими» (management buy-out, MBO). Зачастую компания прибегает именно к MBO, если стремится освободиться от неосновного направления бизнеса. В этом случае какое-либо подразделение или дочерняя компания выделяется из структуры материнской и переходит под контроль высшего менеджмента данного подразделения,

становясь при этом закрытым акционерным обществом или партнерством. Данная операция, наряду с уже рассмотренными выше преимуществами от выделения бизнеса в рамках реструктуризации компании, обладает еще несколькими чрезвычайно значимыми особенностями, являющимися достаточно сильным стимулом к проведению сделок выкупа управляющими. Менеджеры компании, которые обладают детальными сведениями о бизнесе компании, становясь ее собственниками, своей главной задачей будут видеть максимально эффективное ведение бизнеса, поскольку их благосостояние будет напрямую зависеть от благосостояния фирмы. Кроме того, стремление к увеличению уровня прибыльности и повышению уровня конкурентоспособности будет обуславливаться наличием значительных долговых обязательств новой компании и необходимостью их обслуживания. Таким образом, выкуп управляющими (MBO) и выкуп с рычагом (LBO) в целом имеет одно неоспоримое преимущество, поскольку заставляет управляющих компании эффективно вести бизнес, снижать затраты и повышать рентабельность производства [12, с. 107].

В действительности именно использование значительных объемов заемного капитала для осуществления сделок LBO является основным препятствием в деятельности вновь образовавшейся компании. Такая ситуация складывается потому, что в основе долгового финансирования (50-60 % от общей суммы долговых обязательств) лежит крупный кредит привилегированного статуса, который обеспечен всеми активами компании. Собственные средства инициаторов сделки, как правило, не превышают 10 % всего объема финансовых ресурсов. Остальные 30-40 % капитала будут привлекаться посредством выпуска так называемых «бросовых» облигаций, которые отличаются высокой степенью доходности, но одновременно имеют очень слабое обеспечение вследствие того, что все активы направлены на обслуживание основного кредита. Основная проблема заключается в том, что инициаторы выкупа с рычагом ради приобретения выбранной целевой

компании зачастую готовы пойти на всё в своем стремлении к получению сверхприбыли, вследствие чего цена покупки этой компании может сильно превысить ее действительную стоимость. Очевидно, что для обеспечения возможности заплатить достаточно высокую цену за покупку компании инвесторам придется прибегнуть к довольно крупным заимствованиям, которые становятся очень обременительными для деятельности приобретенной компании. Однако при этом, как уже было отмечено выше, топ-менеджеры должны вести бизнес максимально эффективно для поддержания своей способности обслуживать гигантские долговые обязательства, вследствие чего показатель прибыли до выплаты процентов и налогообложения (ЕВ1Т) может сильно возрасти. Тем не менее, огромные объемы задолженности могут перекрывать любые, даже очень позитивные, финансово-экономические показатели деятельности компании и привести к серьезным финансовым затруднениям в дальнейшем.

### 1.3 Риски процесса интеграции компании: источники возникновения и управление

Процесс СиП является достаточно сложной процедурой, в которой необходимо учитывать множество факторов неопределенности. Большая часть данных, на которые нужно опираться при подготовке СиП, не обладает достаточной степенью начальной определенности и во многом носит прогнозный характер (будущая ситуация на рынке, конкуренты, денежные потоки объединенной компании). Как показывает практика, положительный эффект от проведения СиП возникает далеко не всегда. Так, по данным *Mergers & Acquisitions Journal* 61% всех слияний и поглощений компаний не окупает вложенных в них средств, участники сделок нередко вынуждены вновь разделяться на корпоративные единицы

Эксперты указывают обычно следующие причины неудачи слияний и поглощений [16, с. 47]:

- неверная оценка поглощающей компанией привлекательности рынка или конкурентной позиции поглощаемой компании;
- недооценка размера инвестиции, необходимых для осуществления сделки по слиянию и поглощению компании;
- ошибки, допущенные в процессе реализации сделки.

Преимущества и недостатки СиП развития компаний представлены в таблице 1.1.

Таблица 1.1

#### Преимущества и недостатки сделок слияний и поглощений

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Возможность скорейшего достижения цели.</li> <li>• Быстрое приобретение стратегически важных активов, прежде всего, нематериальных.</li> <li>• Возможность ослабить конкуренцию.</li> <li>• Достижение синергетического эффекта за счет снижения издержек вследствие экономии на масштабе и за счет устранения дублирующих функций.</li> <li>• Выход на новые рынки, приобретение отлаженной сбытовой инфраструктуры.</li> <li>• Возможность приобрести недооцененные активы.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стратегия слияния связана со значительными финансовыми затратами, т.к., как правило, предполагает выплату премии акционерам и «золотых парашютов» персоналу.</li> <li>• Высокий риск неверной оценки компании и ситуации.</li> <li>• Сложность интеграции компаний, особенно, если они действуют в разных, незнакомых друг для друга сферах.</li> <li>• Возможность возникновения проблем с персоналом после реализации сделки.</li> <li>• Возможность несовместимости культур компаний, особенно при трансграничных поглощениях.</li> </ul>

Источник[25]

В качестве основных проблем при проведении слияния и поглощения компаний, реально способствующих возникновению различного рода рисков, исследователи выделяют:

- негативную реакцию сотрудников. При этом менеджмент, боясь потери позиций, может отказываться от сотрудничества и даже обострять внутреннюю конкуренцию, порождая конфликты;
- отсутствие стратегий. Менеджмент не имеет ни идей, ни ресурсов для последующей интеграции, особенно это характерно для поглощений в незнакомой отрасли с целью диверсификации;

– сознательную необъективную оценку (сотрудники, разрабатывающие бизнес-план предстоящей сделки, заинтересованы в ее проведении и исходят из нереальных, чересчур оптимистических посылок, редко делается расчет альтернативных сценариев);

– отсутствие должного контроля над процессом организации сделки в целом (отсутствие системы показателей, которые позволили бы оценить успешность прохождения сделки и степень достижения поставленных целей, четкого плана слияния / поглощения и последующей интеграции, с выделением подпроцессов, распределением ответственности);

– медлительность в принятии решений, размытые компетенции. Из-за размытых границ компетенции и ответственности обязательства по сделке могут переноситься в случае неудачи из одного подразделения в другое. Наличие значительного количества иерархических уровней между оперативными сотрудниками и принимающей решение комиссией затягивает процесс сделки. Затягивание процесса принятия решений, особенно в такой динамичной сфере, как слияния и поглощения, оборачивается подчас не только значительными финансовыми расходами, но и потерей возможностей слияний.

По данным McKinsey & Company доля успеха и неудач слияния и поглощения зависима от сходства бизнеса и величины компаний (табл. 2).

Одним из главных элементов успеха сделки СиП является готовность к появлению проблем, быстрая и грамотная реакция на них. Заблаговременное выявление рисков позволяет в той или иной степени управлять ими.

Риски, которые могут возникнуть в процессе принятия решений о проведении СиП можно разделить по нескольким основным этапам.

Таблица 1.2

Доля успеха и неудач слияний и поглощений в зависимости от сходства  
бизнеса и величины компаний



		Небольшие компании	Большие компании
Схожий бизнес	Успех	45%	27%
	Неудача	55%	73%
Различный бизнес	Успех	38%	14%
	Неудача	68%	86%

Источник [12]

Риски на этапе формирования стратегии СиП [26, с 54]:

– Риск, сопутствующий выбору способа развития компании. Рост за счет стратегии слияний и поглощений не всегда экономически оправдан для улучшения позиции компании. Иногда диверсификация собственного производства, освоение новых направлений бизнеса за счет внутренних ресурсов экономически выгодны, особенно когда компания работает в тех сферах, где «эффекта масштаба» можно достичь при относительно небольших объемах. Стратегия роста компании за счет СиП в данном случае, пожалуй, чересчур дорогой способ.

– Риски, связанные с формой интеграции. Иногда экономически целесообразно для роста компании использовать другие формы объединения. Например: совместные предприятия – риск связан только с участниками конкретного проекта; долгосрочные контракты – возникновение рисков, позволяющих расторгнуть отношения, если невозможно их компенсировать; сетевые структуры, позволяющие оптимально консолидировать ресурсы и организацию деятельности нескольких компаний, не формализуя их взаимодействие. В данном случае процесс слияния и поглощения может стать ошибочной стратегией для роста компаний, и для решения этих задач можно использовать иные формы объединения.

– Риски, сопряженные с выбором партнера для СиП, т.е. связанные с недостаточным количеством данных о поглощаемой компании и недостаточной степенью информированности о возможных вариантах выбора партнера для сделки.

– Риск неправильной оценки привлекательности компании, т.е. с недостаточной степенью информированности об отрасли, отсутствием достоверных данных о рыночной стоимости доли поглощаемой компании на рынке, которые могут привести к значительным искажениям стоимости, что особенно важно в случае диверсификации бизнеса.

– Риск, связанный с определением стоимости сделки, т. е. нередко из-за «сигнального эффекта» стоимость сделки на рынке (особенно в преддверии слияния) может значительно превышать реальную стоимость компании.

– Риск переплаты особенно актуален при тендерном определении стоимости сделки. Иногда из-за отсутствия достоверных данных о рыночной стоимости сделки определение стартовой стоимости сделки ведется на базе разных методик, т. е. выбор конкретной методики зависит от конечной цифры оценки компании.

– Риски, связанные с процессом переговоров. Для минимизации рисков на данном этапе практика показывает экономическую обоснованность привлечения к организации сделки профессиональных консультантов или независимых экспертов.

– Риски, связанные с процессом реализации стратегии СиП, можно делить на три типа: акционерный капитал; производственная деятельность (в т.ч. организационные, финансовые, операционные ресурсы); взаимосвязи с макросредой компании .

– Риски, сопряженные с акционерным капиталом, т.е. снижение стоимости объединенной компании по сравнению со стоимостью компаний. Причиной может быть так называемый «сигнальный эффект» – изменение стоимости акций компаний после объявления об их слиянии.

– Риски, связанные с акционерами компании, с изменением соотношения в совокупном капитале. Владельцы в результате СиП могут

потерять значительную долю контроля над объединенной компанией, вплоть до контрольного пакета акций.

– Риск также могут подвергаться миноритарные акционеры. Вероятность компенсировать риски имеется в двух случаях. Во-первых, в случае возникновения синергетического эффекта в результате объединения компаний. Во-вторых, после слияния и поглощения новый собственник склонен к более усовершенствованной системе корпоративного управления.

– Процесс СиП – это не просто объединение активов компаний, но специфическое явление рыночной экономики, связанное с корпоративной организацией капитала, т. е. степенью влияния и распределения контроля различных групп собственников на деятельность компании. Таким образом сделки по СиП – это инструмент не только корпоративной стратегии, но и стратегии акционеров, управляющих своим капиталом (акциями компании).

– Риски, связанные с топ-менеджментом. Нередко организаторами сделок СиП выступают как раз сами управляющие компании, т. к. видят в этом неплохой способ показать свои навыки управления акционерам и инвесторам, т. е. рост курса акций, оборотов и капитала, но при этом рискуют потерять не только ранее приобретенные свои привилегии, но и место во вновь созданной компании.

– Риски, связанные с управлением ресурсами компании:

– Риск потери персонала, включая топ-менеджмент компаний. Неграмотно проведенные сделки по СиП могут привести к потере персонала обеих компаний. В результате значительно снижается научно-технический потенциал вновь созданной структуры, ведь сотрудники уходят со своими когнитивными знаниями и технологическими навыками работы. Компенсации рисков – это гарантии, что в результате объединения их материальное положение и статус не ухудшатся.

– Риски снижения лояльности персонала, т. е. негативное восприятие перемен, что в свою очередь создает моральное напряжение в обществе, в результате которого уменьшается производительность труда объединенной компании. Особенно губительно для СиП, где обмен научнотехническими знаниями и умениями представляет основную рыночную ценность для инновационного развития экономики.

– Риски, связанные с финансами компаний: риски, возникающие в результате объединения и перераспределения финансовых потоков, т.е. ухудшающие финансовое положение одной или обеих сторон сделки.

– Риски налоговой нагрузки объединенной компании, т. е. возрастание налоговой нагрузки на участников сделки в результате ее проведения как непосредственного (увеличение налоговых выплат), так и опосредованного (утрата налоговых льгот).

– Риски снижения нормы прибыли, т.е. объединение с компанией, имеющей отрицательный баланс. Экономически это оправдано, т. к. позволяет снизить налоговые нагрузки за счет налога на прибыль, но это приводит к снижению объема доходов компании, в результате чего стоимость объединенной компании может оказаться ниже, чем стоимость компаний до объединения.

– Риски, связанные с внедрением системы трансфертного ценообразования, в результате которого уменьшается общий объем денежного потока. Нередко поглощаемая компания является своим поставщиком или потребителем собственной продукции, которая рассматривается как способ снижения транзакционных издержек, но при этом отказ от рыночных отношений может привести к уменьшению экономической эффективности обеих бизнес-единиц.

– Риск снижения налоговых выплат после слияния с компанией, имеющей отрицательный баланс, – экономическая необходимость для

компании, но невыгода для ее акционеров, т.к. уменьшается общая прибыль и растет число акционеров объединенной компании. Таким образом, риски компаний и риски ее акционеров при объединении несовместимы.

– Риски связанные с оптимальным размером компании, когда возникает «отрицательный эффект масштаба», т.е. появляются проблемы с управляемостью в подразделениях интегрированной структуры; координацией развития подразделений; эффективным перераспределением в звеньях компании полученных доходов; поддержкой запланированных темпов роста.

– Риски технологических изменений в отрасли, в результате чего какое-то подразделение объединенной компании становится экономически невыгодным или менее эффективным, чем предполагалось ранее.

– Риски, связанные с точной подгонкой и устойчивостью технологических связей при формировании интегрированных структур. Нередко встречаются случаи, когда объединение технологически целесообразно, но экономически неэффективно.

Риски, связанные с изменением макросреды компании:

– Риски, сопряженные с изменениями в законодательстве страны. Так, например, изменение в антимонопольном законодательстве может сделать процесс слияний и поглощений экономически неоправданным, если в результате вновь созданная интегрированная структура (компания) подпадает под действие данного закона.

– Риски, связанные с изменениями в политической макросреде, т.е. уменьшение возможностей компании отстаивать свои интересы во властных структурах. В современной России именно наличие у компании своих представителей во властных структурах нередко обуславливает ее привлекательность для потенциальных конкурентов по сделкам слияний и поглощений.

Процессы СиП отличаются значительной сложностью в силу их комплексности, поэтому доля неудавшихся сделок M&A с течением времени не сокращается, хотя негативный опыт должен был сделать компании более осторожными. Одним из объяснений этого феномена может служить постоянное изменение рамочных условий. Другой возможной причиной является пренебрежительное отношение топ-менеджеров к любому опыту, даже систематизированному и опубликованному.

Неминуемо напрашивается вопрос: если доля успеха в развитии интегрированных структур в мире, имеющем долгую историю рыночных отношений, развитую инфраструктуру обслуживания и страхования подобных операций, систему гарантий обязательств и контракции топменеджеров, находится на уровне 20-25%, то какова вероятность успеха в системе, объединяющей только что созданные структуры корпоративного менеджмента и реликты государственного промышленного производства, при неэффективной системе кредитования, отсутствии рынка объектов интеллектуальной собственности?

Тем не менее экономические закономерности объективны, и пути, альтернативного M&A, нет. Интеграции принадлежит важное место в стратегии модернизации российской экономики, именно сделки M&A приобретают решающее значение по ряду важных направлений, обеспечивающих формирование инновационной экономики.

С начала 90-х гг. российское научное сообщество проявляет интерес к проблемам экономического поведения фирм в условиях реформирования и неопределенности. Г. Б. Клейнером была предложена интеграционная теория фирмы, утверждающая среди прочего необходимость на этапе подготовки слияния расчетных и прогнозных обоснований по широкому спектру материальных, финансовых, трудовых, информационных и иных ресурсов, а также процессов культурной и институциональной диффузии и имплантации.

Высокая популярность сделок слияний и поглощений привела к тому, что многие компании, форсируя сделку, не учитывают важные факторы процесса СиП и приобретают активы, интеграция которых проходит неудачно. По статистике, около двух третей всех сделок СиП не увеличивают стоимость компании-приобретателя как минимум в краткосрочной перспективе.

Отсутствие в течение длительного периода после завершения сделки синергетических эффектов свидетельствует о недостаточном планировании интеграционного процесса и о возникновении непредвиденных рисков. В рамках проектного управления сделка слияния и поглощения представляет собой проект, а процедура управления рисками является его неотъемлемой частью. Следовательно, если компания нацелена на повышение акционерной стоимости и менеджмент рассматривает сделку по слиянию как один из возможных способов реализации стратегии компании, то необходимо уделить особое внимание процессу управления рисками сделки СиП.

Методика риск-менеджмента [39, с.26]:

В управлении рисками процесса слияний и поглощений специфичны сами риски, а управлять ими можно при помощи универсальной международной методики ISO/IEC 31010:2009, которая принята за основополагающий стандарт риск-менеджмента. Ясное понимание рисков, возникающих на всех этапах сделки слияния и поглощения, и способов их устранения или минимизации помогает менеджменту принимать взвешенные решения относительно жизнеспособности покупаемого актива в рамках существующей компании и обоснованности цены этого актива, которую собирается выплатить покупатель.

Согласно международному стандарту ISO/IEC 31010:2009, управление рисками представляет собой циклический процесс, состоящий из пяти этапов: идентификации, оценки, анализа, документации и мониторинга рисков (рисунок 1.2).

На этапе идентификации рисков команда, вовлечённая в сделку СиП (в неё могут входить как представители компании-покупателя, так и привлечённые консультанты):

а) определяет элементы риска;

б) составляет исчерпывающий список рисков, которые могут возникнуть в процессе подготовки и проведения сделки, а также на завершающем этапе после слияния;

в) описывает каждый элемент риска совместно с причинами его возникновения и возможными последствиями.

Идентификация рисков проводится:

– на основе имеющихся данных о рисках (например, база рисков из предыдущих проектов по интеграции компаний); мозгового штурма проектной команды;

– опроса экспертов из разных областей, которые могут дать своё суждение по поводу отдельных моментов сделки (иногда используется термин «метод Дельфи»);

– индуктивных методов (например, HAZOP – Hazard and operability study – анализ опасностей и внештатных ситуаций).





Рисунок 1.2 – процесс управления рисками

Источник: [14]

На каждый идентифицированный риск составляется паспорт со следующими категориями:

- описание;
- статус (если риск относится не ко всему процессу, а только к его части, например, на стадии интеграции);
- дата идентификации;
- фаза проекта (разработка стратегии приобретения, прединвестиционный анализ (due diligence), осуществление сделки, интеграция, реализация);
- функциональная зона (на какую область проекта влияет риск);
- причина или источник;
- вероятность возникновения в процентах;

- воздействие риска в случае его возникновения в денежном выражении;
- способы управления;
- лицо, ответственное за контроль над данным риском .

Этап анализа рисков посвящён изучению информации. Данный этап даёт представление о том, какой метод выбрать для оценки риска, каковы его уровень и наиболее эффективная стратегия управления этим риском. На данном этапе определяется вероятность наступления рискованного события и возможные последствия, изучаются причины опасных событий, их положительные и отрицательные последствия. На основе имеющегося опыта предстоит выбрать самые оптимальные методы управления рисками.

Анализ риска включает определение интервала возможных потерь и соответствующих вероятностей. Когда потери не критичны или вероятность их возникновения слишком мала, может быть достаточно изучить лишь один параметр. При вероятности возникновения более 90% риск изначально должен учитываться как проблема, и затраты на её решение должны входить в стоимость проекта.

Этап оценки рисков заключается в составлении матрицы, которая классифицирует их по степени воздействия и вероятности возникновения. На данном этапе оценка может осуществляться при помощи качественных или количественных методов. Использование качественных методов позволяет выявить риски проекта СИП, их источники и величину гипотетических убытков. Под качественными обычно понимают методы экспертных оценок, например: заполнение вопросных листов, SWOT-анализ (Strength, Weakness, Opportunities, Threats – анализ преимуществ, слабых сторон, возможностей и угроз), метод Дельфи, роза и спираль рисков.

Ранжирование рисков осуществляется на основе вероятности их возникновения и воздействия на проект по стоимости и срокам. Для оценки вероятности и степени воздействия проводится опрос группы экспертов,

которые определяют риск, исходя из своего профессионального мнения и опыта. При наличии используется информация о степени рисков из прошлых проектов. Строится матрица оценки вероятностных воздействий риска, в которой (таблице 1.3):

- слева для каждой строки прописываются интервалы вероятностей, причём все риски с шансом реализации выше 90% не включаются в матрицу, а идут напрямую в смету проекта;

		Увеличение затрат / сроков					
		Увеличение затрат →	> 25%	10% – 25%	3% – 10%	1% – 3%	< 1%
		Увеличение сроков →	Более 52 недель	16 – 52 недели	4 – 16 недель	1 – 4 недели	Менее 1 недели
Шкала		5	4	3	2	1	
Вероятность	70% – 90%	5	Очень высокая	Высокая	Высокая	Средняя	Низкая
	40% – 70%	4	Высокая	Высокая	Средняя	Средняя	Низкая
	20% – 40%	3	Высокая	Средняя	Средняя	Низкая	Низкая
	5% – 20%	2	Средняя	Средняя	Низкая	Низкая	Низкая
	< 5%	1	Низкая	Низкая	Низкая	Низкая	Очень низкая

- сверху для столбцов указывается возможная степень воздействия риска на стоимость и сроки проекта;

Таблица 1.3

Матрица вероятностных воздействий риска

- 
- Источник: [26, с. 19]
- риску автоматически присваивается уровень от очень низкого до очень высокого, как только становится возможным определить его вероятность и степень воздействия.

Количественная оценка проводится на основе качественной приоритезации самых опасных рисков. Количественные методы основаны на математической статистике и гораздо точнее оценивают риски, но требуют существенных затрат времени. Среди количественных часто применяют метод расчёта средней величины риска, интервальный анализ, сценарный анализ, имитационное моделирование (метод Монте-Карло), стресстестирование.

Одним из простых методов количественной оценки является метод расчёта средней величины риска при использовании минимального, максимального и ожидаемого воздействий на стоимость или сроки проекта по формуле 1.

$$\text{Стоимость риска} = \text{Вероятность} * \left( \text{Min} + \text{Max} + \frac{\text{Ожидаемое}}{4} \right) \quad (1)$$

где вероятность – вероятность возникновения риска; min – сумма минимального ущерба от наступления случая; max – сумма максимального ущерба от наступления случая;

Ожидаемое - сумма ожидаемого ущерба от наступления случая.

Многие риски оказывают влияние одновременно на издержки проекта СиП и на его сроки. Воздействие на сроки также имеет стоимостное выражение, например: дополнительные процентные расходы, неполученная выручка из-за задержек в производстве, расходы на своевременно не сокращённый персонал. Команда, вовлечённая в разработку стратегии слияния и поглощения, может рассчитать увеличение затрат в результате задержки на единицу времени, например, на неделю, и определить стоимостное

воздействие рисков на сроки проекта. Финальный шаг проведение анализа чувствительности при изменении ключевых параметров сделки.

Метод Монте-Карло позволяет определить общее воздействие на проект стоимостных и временных рисков. Анализ данным методом проводится квалифицированным специалистом и состоит из трёх этапов:

- оценка количественной величины вероятности, степени воздействия рисков на стоимость и сроки;
- выбор типа распределения в соответствии с природой анализируемого риска;
- симуляция воздействия общего риска на стоимость и сроки проекта.

Результат симуляции – общая стоимость принятых, переданных и разделённых между участниками сделки рисков.

4. На этапе управления риском ответственное лицо или риск-менеджер назначает каждому типу рисков свой метод управления для ограничения потерь от негативных изменений в проекте и для извлечения выгод от положительных изменений факторов.

- Существуют четыре основных метода управления рисками.
- Принятие риска: проектная команда считает, что наиболее эффективный способ управления – это ничего не предпринимать. Обычно принимаются риски с малой вероятностью реализации.
- Снижение риска представляет собой внедрение плана мероприятий по уменьшению вероятности его возникновения либо по снижению негативных последствий. Риск принимается, но при этом осуществляется активное управление им. Обычно в такую категорию попадают риски со средней и высокой вероятностью реализации и с высокой степенью воздействия на проект.

– Передача риска акционерам компании-приобретателя (полностью или частично) с помощью различных инструментов, например, выплаты акционерам компании-мишени (поглощаемой компании) по результатам сделки (earn-out payments), права на дополнительные выплаты по результатам сделки (contingent value rights). Контрагент потребует премию за переданный риск.

– Отказ от риска – уклонение от выполнения действий, которые могут привести к вероятности возникновения риска. Данный метод используется, когда риск очень высок и не оправдывает возможных выгод. группа высшего риска, которая требует максимального сосредоточения ресурсов по управлению; обработка рисков этой группы необходима, сколь бы ни были высоки затраты на её осуществление;

– группа высокого риска также требует усиленного внимания проектной команды;

– группа средних рисков включает риски со средними шансами реализации, затраты на управление рисками этой группы и последствия наступления рисков соотносятся по принципу «издержек – выгод»;

– группа низких рисков объединяет риски, вероятность возникновения и масштаб потерь которых сопоставимо мал по сравнению со стоимостью сделки, управление рисками данной группы проводится избранно;

– низшая группа – степень риска настолько мала, что им можно пренебречь.

Заключительный этап включает документирование рисков, мониторинг и контроль. Мониторинг подразумевает также внесение изменений и обновление базы рисков: идентификацию новых угроз или изменение характеристик существующих рисков.

Далее процесс риск-менеджмента вступает в новый цикл.

Применение настоящей методики позволит команде, ответственной за проведение сделки и интеграцию актива поглощения, минимизировать риск снижения акционерной стоимости компании-покупателя после проведения сделки по слиянию и поглощению в результате реализации обычных рисков сделки СиП и создать необходимые финансовые, временные и трудовые резервы для управления рисками проекта. Использование данной методики позволяет идентифицировать, анализировать, оценивать риски, выбирать наиболее эффективные методы управления, документировать базу знаний. Появляется возможность определить допустимый риск проекта СиП, исследовать его экономическую эффективность, разработать план по усовершенствованию проекта и по действиям в случае возникновения неблагоприятных событий.

## ГЛАВА 2. ХАРАКТЕРИСТИКА ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

### 2.1. Опыт регулирования рынка слияний и поглощений в странах мира

В зарубежной практике государственная политика в области слияний и поглощений, как правило, является составным звеном политики поддержки конкуренции или антитрестовской политики. Эта политика наряду с регулированием сделок СиП включает контроль за проявлениями монополистической деятельности. Непосредственными объектами этого государственного контроля выступают, во-первых, злоупотребление доминирующим положением одной компании или их группы и, во-вторых, сговоры (соглашения) компаний. Кроме того, в теории в качестве самостоятельного направления деятельности государственных органов также выделяется мониторинг специальной группы ограничений конкуренции, которые по терминологии Кея именуется вертикальными ограничениями [12]. Речь в данном случае идет об ограничениях, которые накладываются либо производителем, либо оптовиком на тех субъектов, которым они реализуют

свою продукцию. Конкретно они могут касаться, например, цен, по которым предписывается реализация продукции, порядка размещения торговых точек в пределах определенной территории и т. п. [13, с. 625–631]. Вместе с тем в экономико-правовом отношении контроль вертикальных ограничений не всегда вычленяется как самостоятельная область конкурентной политики.

Анализируя меры по регулированию слияний и поглощений, необходимо учитывать взаимосвязь, существующую между различными формами и направлениями политики поддержки конкуренции, и вместе с тем самостоятельное значение каждого из этих направлений. В центре изучаемого нами направления государственного регулирования находятся не *последствия* злоупотребления компаниями их доминирующим на рынке положением (это характерно для других вышеназванных направлений конкурентной политики), а *предотвращение* укрепления рыночной власти посредством сделок по слияниям (или поглощениям). Тем самым объектом первоочередного внимания выступает не столько определение того, является ли текущая ситуация в соответствующей отрасли (или отраслях, при проведении, например, вертикальных сделок) конкурентной (хотя и этот аспект имеет безусловное значение), сколько определение, будет ли эта ситуация менее конкурентной вследствие реализации намечаемой сделки.

Что касается США, то интерес к их опыту обуславливается уже тем, что данная страна обладает наиболее длительной по протяженности историей слияний, которая берет свое начало с 1890-х годов [41, Р. 13]. Прямое законодательное регулирование сделок СиП исторически здесь было связано с принятием в 1914 г. антитрестовского закона Клейтона (Clayton Antitrust Act), которым на этот счет была введена весьма общая правовая норма (ст. 7). Согласно этой норме, любые сделки по слияниям, которые могли существенно ограничить конкуренцию, должны находиться вне закона. Однако неоднозначная практика применения законодательства по слияниям обусловила принятие в 1950 г. закона Celler-Kefauver Act, которым была



ужесточена ст. 7 закона Клейтона. Содержание, как и практика применения этого нового правового документа, соответствовало общему курсу на ужесточение в тот период антимонопольного законодательства [25, Р. 657–659].

В последующий более чем сорокалетний период (1968–2009 гг.) в области регулирования рынка СиП произошли следующие основные события и проявлялись соответствующие им тенденции. В 1968 г. Министерство юстиции США выпустило специальные Директивы по слияниям (*Merger Guidelines*), из которых должны были исходить фирмы, чтобы не навлечь на себя риск судебных преследований. При общей оценке горизонтальных сделок по слияниям (т. е. сделок между фирмами, конкурирующими друг с другом на одном и том же рынке) подчеркивалось, что подобные трансакции являются существенной динамической силой в экономике США. Данный законодательный акт базировался на анализе рыночных структур и, в особенности, на оценке уровня концентрации первых четырех фирм в отрасли (т. е. на индексе *CR4*). Суть ограничений на практике состояла в том, что если индекс концентрации *CR4* в отрасли, где предполагалось слияние, превышал 75%, а суммарная доля двух компаний была больше 10%, то для правительства это оказывалось достаточным, чтобы подвергнуть сомнению целесообразность подобной сделки. Вместе с тем на практике судебные органы, выдававшие заключения по сделкам СиП, вскоре после принятия Директив 1968 г. стали отходить от соблюдения данных жестких предписаний. Этому в немалой мере способствовала и их жесткая критика со стороны ряда специалистов [16, с. 126].

Для принятых в последующем в США уточненных Директив по слияниям (в 1984, 1992 и в 1997 гг.) были характерны отход от жесткой антитрестовской политики и признание обладания сделками по слияниям потенциальной эффективностью. Так, директивы 1992 г., уточненные в 1997

г., исходили из того факта, что большинство из подобных сделок не только не сопровождаются ущербом для потребителей, а напротив, способны принести ему значительную выгоду в форме снижения цен, повышения качества товаров и услуг, увеличения инвестиций в инновации. Подчеркивался и тот факт, что вероятным результатом таких сделок является и улучшение конкурентных позиций новой компании на национальном и на других рынках [27] .

При оценке сделок по слияниям и поглощениям существенное значение приобрело правильное установление границ (продуктовых, географических) соответствующего рынка, без чего нельзя сделать обоснованные заключения о повышении (или нет) доли компаний на нем, а также о динамике рыночной власти. Симптоматично, что для применения

Директив по слияниям Верховный суд США подготовил специальный перечень критериев, предназначенных для установления границ так называемых «экономических рынков». Наряду с широко известными показателями перекрестной ценовой эластичности спроса в этот перечень были включены параметры, отражающие сам факт публичного признания наличия соответствующего рынка (рыночного сегмента). К числу важных были отнесены такие индикаторы, как наличие особых характеристик у продукции, уникальность производственных мощностей, формирование особой группы покупателей, наличие специализированных каналов реализации, степень чувствительности к ценовым флуктуациям и ряд других [13, с. 632–635].

Следующей (после установления границ рынка) задачей государственных органов, как и готовящих сделки консультантов, было выяснение того, приведет ли предполагаемая трансакция к существенному повышению уровня концентрации на рынке (и, как следствие, к усилению рыночной власти). Для оценки уровня концентрации стал использоваться, применяемый и поныне, индекс Херфиндаля–Хиршмана (*HHI*) при введении следующих правил. Если значение *HHI* после слияния оказывается ниже 1000,

то сделка не представляет интерес для регулирующих органов. При *ННИ* от 1000 до 1800, а также при условии, что в результате слияния этот индекс повышается более чем на 100 единиц, сделка должна стать объектом внимания регулирующих органов. Если значение *ННИ* после слияния превышает уровень 1800, а его величина вследствие этой сделки увеличилась на 50 единиц и более, то данная ситуация также должна представлять интерес для регулирующих органов. И если *ННИ* в результате сделки увеличивается более чем на 100 пунктов, то сделка СиП, как правило, запрещается. В дополнении к этим параметрам было признано целесообразным учитывать степень свободы входа на рынке высококонцентрированных отраслей, проведение сделок СиП на которых находится под контролем регулирующих органов США [5, Р. 647].

В целом в 1990-е годы, на которые пришлась пятая по общему счету волна сделок СиП в США, отчетливо проявлялся ряд новых тенденций, которые нашли свое отражение и в политике регулирования этих процессов. Общий фон для них создавали процессы глобализации продуктовых, сервисных рынков и рынков капитала, формирование межнациональных интеграционных группировок (ЕС, Североамериканской ассоциации свободной торговли и др.), образование ВТО, повлекшего существенное снижение торговых барьеров и мобильности капитала и расширение возможностей для роста корпораций и т. п. Результатом изменений, внесенных в законодательство, стало согласование и одобрение в этот период значительного числа сделок, включая крупнейшие, в ряде ведущих отраслей американской экономики, что привело к существенному росту уровня их концентрации [14, Р. 19].

Параллельно с данными процессами наблюдались и изменения в процедурах реализации антитрестовской политики. Также происходило дальнейшее развитие весьма сложного инструментария и эмпирических методов, которые применялись, в частности, для обоснования возможных сценариев развития рыночной ситуации в отрасли после сделок СиП. В этих

целях стали активно использоваться имитационные и эконометрические методы, что, как будет показано ниже, характерно и для ЕС. Кроме того, на практике были введены и стали применяться *дополнительные условия* для одобрения сделок СиП. В качестве *первого* из них антитрестовские органы стали использовать специальную процедуру, которая обычно заключалась в предложении для поддержки конкурентного давления на соответствующем рынке продать часть активов участвующей в сделке компании третьей фирме. И хотя данная процедура критически оценивается некоторыми специалистами [8], она используется на практике, причем не только для одобрения сделок, участниками которых являются американские фирмы, в том числе на глобальных рынках, но и на рынках ЕС. *Второе* условие заключается в применении специальной процедуры наложения на участвующих в сделках СиП фирм так называемых *поведенческих ограничений* при строгом мониторинге соблюдения компаниями согласованных требований. Для повышения объективности выносимых ими заключений регулирующие органы могут обращаться и к оценкам фирм-конкурентов или других лиц, изначально не заинтересованных в сделке или находящихся к ней в оппозиции [19, p. 414–422].

Еще одной заслуживающей внимания тенденцией последних лет явилось придание большего значения документированию компаниями реально достигаемого сбережения издержек в качестве условия одобрения горизонтальных сделок. При этом государственные органы стали трактовать факт сбережения издержек как достаточное основание для оценки подобной сделки в качестве не нарушающей конкуренцию (или как проконкурентную), особенно если эта экономия с большой вероятностью обусловит снижение цен для потребителей. На это было обращено, в частности, внимание в подготовленных и принятых в марте 2006 г. Министерством юстиции США и Федеральной торговой комиссией специальных Комментариях. Эти Комментарии подвели некоторые итоги четырнадцатилетнего периода

применения на практике Директив по горизонтальным слияниям 1992 г., уточненных в 1997 г.

Для полноты представления критериев, используемых для оценки сделок СиП, обратимся к политике их регулирования в Канаде, которая имеет свои особенности. В ст. 96 Закона о конкуренции Канады (Canadian Competition Act, Section 96) допускается совершение таких сделок по слияниям, которые обеспечивают достижение экономии по издержкам, превышающей отрицательные эффекты, обусловленные негативным воздействием на конкурентную ситуацию в соответствующей отрасли. Причем эта экономия должна быть подтверждена на основе расчета приращения общего излишка потребителя и производителя. Так, в ставшем хрестоматийном примере слияния двух крупнейших на газовом рынке Канады компаний «Superior Propane» и «IGC Propane» (которая была одобрена в январе 2003 г.) решающим был именно этот аргумент. До сделки компании контролировали 70% рынка пропана Канады, и данная горизонтальная сделка по слиянию вызвала дальнейшее повышение рыночной власти. Как результат, рост цен составил 9%. «Мертвые потери», обусловленные повышением рыночной цены, оценивались в 3 млн долл. Однако дополнительная прибыль для обеих фирм (т. е. прирост излишка производителей) оценивалась в 29 млн долл. И именно этот факт сыграл ключевую роль для одобрения сделки Федеральным судом Канады, который поддержал аналогичное решение Государственного трибунала по конкуренции (Competition Tribunal) [9, P. 418].

Оценивая применяемые разными странами критерии одобрения сделок СиП, следует отметить, что политика США, а также, как будет ясно, и в ЕС, в отличие от Канады, в аналогичных ситуациях исходит из необходимости подтверждения целесообразности сделки на основе приращения излишка не производителя, а потребителя. Реализуемый в США подход представляется более обоснованным в силу известного стремления компаний — участниц сделок преувеличивать обусловленную этой сделкой экономию издержек.

Фокусировка внимания на излишке потребителя ослабляет подобное стремление, поскольку экономия на издержках, которая не будет сопровождаться повышением излишка потребителей, не поможет обосновать целесообразность сделки.

Политика регулирования сделок слияний и поглощений в Евросоюзе также является составным звеном общей конкурентной политики. Более того, данная особенность просматривается в рамках европейской интеграционной группировки, возможно, наиболее отчетливо, в том числе по причине более позднего в сравнении с США формирования этой политики, отправным моментом которой стало подписание в 1957 г. Римского договора. Данная политика в целом направлена на достижение двух взаимосвязанных целей. Во-первых, на обеспечение условий для справедливой или свободной конкуренции в рамках данной интеграционной группировки и, во-вторых, на предотвращение злоупотреблений монопольной властью, причем не только со стороны крупных компаний, но и государственными органами.

Ключевые принципы конкурентной политики в ЕС определены в статьях 81 и 82 Амстердамского договора. Согласно этим статьям, под запрет поставлены любые соглашения, которые могут расцениваться как нарушающие условия открытой конкуренции или как формирующие основу для несправедливой конкуренции в государствах — членах Евросоюза. Конкретно, посредством ст. 81 реализуется правовой контроль практики введения *ограничений, подрывающих конкуренцию*, включая сговоры (*горизонтальные и вертикальные*) между компаниями, заключаемые в целях фиксирования цен, раздела рынка, заключения совместных соглашений по продажам и покупкам, контролирования рынка оборудования и инвестиций и т. п. Из данной статьи существуют исключения, основанием для которых может служить, например, доказательство того, что горизонтальное соглашение приводит к существенной экономии от масштаба, обеспечивает

повышение эффективности в распределении, технологический прогресс или трансферт технологий. В случае вертикальных соглашений речь может идти о так называемых блочных, или групповых, изъятиях (освобождениях) (*block exemption*), согласно которым вертикальные соглашения между компаниями возможны, если рыночная доля продавца (покупателя) не превышает на соответствующем отраслевом сегменте 30%. Ст. 82 Договора о ЕС относится к злоупотреблениям фирмами монопольным или доминирующим положением. И, в отличие от ст. 81, ею не предусматриваются какие-либо освобождения (исключения). Под действие ст. 82 подпадают ситуации, сопровождающиеся концентрацией в руках компании монопольной власти, которая позволяет ей оказывать влияние на результаты функционирования рынка, действуя независимо от конкурентов и нарушая тем самым условия справедливой конкуренции [11, Р. 296–300; 3, с. 590–599].

Остановимся с учетом поставленных в статье задач более подробно на регулировании сделок по слияниям и поглощениям. Эти рыночные трансакции подпадают под действие специального Регламента по слияниям (*Council Regulation 139/2004 EC*) [12]. Данный документ заменил ранее действовавший Регламент (*Regulation 4064/89, European Council Merger Regulation, the Control of Concentration*), принятый в 1989 г. и модифицированный в 1997 г. Регламент 139/2004, утвержденный в рамках ст.

83 Договора о ЕС, охватывает слияния, поглощения и совместные слияния (*joint mergers*). Горизонтальные слияния признаются в качестве значимых для оценки и мониторинга, если они оказывают *фундаментальное влияние на эффективную конкуренцию* внутри ЕС. В данном случае конкурентное законодательство исходит из представлений, что, с одной стороны, результатом слияний может стать существенная экономия издержек в сравнении с необходимостью заключения двусторонних контрактов. Кроме того, сопровождающий слияния рост концентрации обуславливает экономию от масштаба производства и от сетевых эффектов.

С другой стороны, сделки по слияниям могут приводить к усилению рыночной власти, увеличению рыночной доли объединившейся компании, сокращению числа конкурентов, оказывая этим неблагоприятное воздействие на конкурентную среду и благосостояние потребителей. Задачи, вытекающие из Регламента 139/2004, сходны с теми, которые решаются в рамках статей 81 и 82. Главное отличие состоит в том, что действие данной правовой нормы реализуется не столько *ex post*, сколько *ex ante*. А именно, прямой задачей законодательства в области слияний и поглощений, как это мы уже видели на примере США, является *предотвращение* формирования рыночной структуры, которая может обусловить или усилить доминирующее положение компании.

Специалисты, оценивая новый Регламент, в числе прочего обращают внимание на внесенный в его содержание специальный *тест*, согласно которому вводится запрет на сделки по слияниям, существенно подрывающие эффективную конкуренцию. При этом данный тест имеет несомненные черты сходства с требованиями, используемыми в аналогичных сферах в США, где проводятся обязательный учет и тестирование в ходе мониторинга и выработки заключения по слияниям и поглощениям индикатора(ов), которые подтверждают (или не подтверждают) факт существенного ослабления в результате предполагаемых транзакций конкуренции. Что касается ЕС, но интегрированный в Регламент 139/2004 новый тест дополнил ранее применявшуюся стандартную норму оценки воздействия предполагаемой сделки на формирование и укрепление доминирующей позиции компании, которая исторически проистекала из статьи 82 Амстердамского договора. При оценке доминирующей позиции компании акцент в ст. 82, как и в практике ее применения, делается на структурные индикаторы, подобные ее рыночной доле [13].

Анализ изменений, внесенных Регламентом 139/2004 в правовое регулирование сделок СиП, показывает, что они направлены на решение и



ряда более конкретных задач. В их числе: упрощение процедуры оценки последствий СиП и усиление значения экономических индикаторов; повышение прозрачности процедуры; обеспечение прав компаний в случае вынесения отрицательного заключения. Процедурно были выделены четыре этапа согласования сделок СиП, которые ныне повсеместно применяются на практике [14]. Первый этап состоит в неформальном обсуждении сделки между ее участниками и генеральным директором (ГД) по конкуренции (*the Director General for Competition*) Европейской комиссии. Следующий, являющийся уже формальным, этап (именуемый *1-й фазой*) длится один месяц, и он заключается в исследовании воздействия сделки на конкурентную ситуацию. По его завершению должно быть выяснено, возможна ли сделка без специальных условий или лишь при их соблюдении. Во втором случае, т. е. при необходимости соблюдения ряда условий, команда генерального директора по конкуренции, рассматривающая соответствующий кейс, должна собрать мнения третьей стороны, конкретно — конкурентов и потребителей. Ясность по большинству готовящихся сделок достигается уже по завершении этой 1-й фазы. Если же выявляются вопросы, представляющие серьезный интерес с позиции воздействия сделки на конкурентную ситуацию, то занимающаяся данным кейсом команда ГД по конкуренции на второй фазе проводит четырехмесячное исследование данного случая. Эта фаза охватывает целый ряд формальных стадий, включая формулировку возражений по сделке (*Statement of Objection*), на которые ее участники имеют право отвечать в письменной форме или на открытых слушаниях. При этом также могут быть заслушаны мнения третьей стороны, которой предоставлено право участвовать в соответствующих слушаниях. Результатом служит подготовка командой по кейсу ГД по конкуренции проекта решения, который может содержать или не содержать рекомендации по реагированию на все еще сохраняющиеся вопросы о воздействии сделки на конкурентную ситуацию. Финальный проект решения далее обсуждается и голосуется при участии

двадцати комиссаров ЕС. Как подчеркивают специалисты, именно для этой фазы наиболее сильна вероятность и опасность воздействия на принимаемые решения соответствующих лоббистских группировок [24].

Следующий этап, который не образует самостоятельную фазу (их, напомним, согласно выработанной в ЕС процедуре всего две), состоит в проведении переговоров по нейтрализации и исправлению выявленных на второй фазе и осложняющих конкуренцию ситуаций и проблем. Характерной особенностью данной ступени, имеющей жесткий временной регламент, выступает привлечение к анализу кейса экспертов, которые также оценивают предполагаемые методы исправления возможных нарушений конкурентного баланса в соответствующих отраслях. Жизнеспособность и действенность пакета рекомендуемых для этого методов оцениваются национальными консультационными комитетами стран — членов ЕС (Member States' Advisory Committee).

Как уже отмечалось выше, одной из отличительных особенностей Регламента 139/2004 является усиление в нем роли экономического анализа. Этот вывод, как можно было видеть, следует и из применяемой ныне в ЕС процедуры согласования сделок по СиП, но не только. Так, имеющие принципиальное значение для современной конкурентной политики оценки *фундаментального (существенного) влияния на эффективную конкуренцию* базируются на анализе конкретных примеров и обобщении соответствующей практики. Опыт ЕС ориентирует на применение в этих целях индекса Херфиндаля–Хиршмана, что, как мы отмечали выше, является характерной чертой практики, сложившейся и в США. Кроме этого, рекомендуется учитывать особенности товарного рынка и степень его технологической инновативности. Объектом специального внимания также выступает так называемое коллективное доминирование, характерное для рынков с олигополистической структурой, которые в большей степени подвержены опасности формирования сговоров между компаниями. Отмечается важность

учета и того, насколько прозрачным является рынок, свободен ли на него вход и каковы барьеры для входа.

В целях конкретизации положений Регламента 139/2004 по сделкам СиП относительно сохранения конкурентного баланса и эффективной конкуренции, Европейской комиссией были разработаны и 5 февраля 2004 г. приняты Руководящие принципы по горизонтальным слияниям (2004/С). Как следует из названия этого документа, Принципы относятся к проведению сделок компаниями, находящимися на одном и том же рынке и бывшими ранее конкурентами [15]. В целом этот документ был позитивно оценен специалистами, в том числе благодаря отходу от «простых» определений рынков и расчетов рыночной доли компаний и переходу к более квалифицированному анализу конкурентных параметров секторов, где проводится сделка, при одновременном учете динамического аспекта (т. е. ситуации до сделки и после нее) [11].

Одно из центральных мест в экономическом анализе горизонтальных сделок заняло завоевание компанией после проведения СиП рыночной власти (*market power*), что и обуславливает вмешательство регулирующих органов в соответствующую сделку. При этом сделка по слиянию оценивается как существенно подрывающая эффективную конкуренцию в том случае, если она создает возможность для новой фирмы самостоятельно или совместно с другими игроками рынка поднимать цены выше приносящего прибыль уровня, который имел место до сделки, причем в течение значительного периода времени. Возросшая и подрывающая эффективную конкуренцию рыночная власть также может выражаться в снижении объема выпуска продукции, сокращении продуктовой линейки или ухудшении качества продукции и в снижении инновационных усилий [15]. Отметим, что трактуемый таким образом подход к рыночной власти компаний в новом документе переместил на второй план концепцию «доминирования». Вместе

с тем она сохранила свое значение отправного, более жесткого критерия, для ст. 82 Амстердамского договора.

Руководящими принципами по горизонтальным слияниям (2004/С) введены оценки рыночных долей и уровней концентрации на базе индекса Херфиндаля–Хиршмана (НН). При этом сами пороги доминирования в определенных аспектах отличаются от уровней, применяемых в США. Что касается ситуаций, когда после сделки индекс НН не превышает уровень в 1000, то в ЕС, как и в США, подобные сделки не представляют интереса для регулирующих органов. Относительно безопасными для компаний, намеревающихся заключить сделку по слиянию, являются и следующие уровни: 1) сделки, после завершения которых индекс НН находится между 1000 и 2000, а дельта (т. е. изменение в НН, обусловленное сделкой) оказывается меньше чем 250; 2) сделки, после завершения которых индекс НН превышает 2000, для которых дельта меньше 150 [15].

Как не трудно заметить, эти параметры могут быть расценены как менее жесткие по сравнению с пороговыми значениями, применяемыми в США. Однако такой вывод представляется преждевременным. Дело в том, что для выработки окончательных решений в дополнении к этим количественным параметрам Руководящими принципами по горизонтальным слияниям предусмотрено принимать во внимание еще шесть специальных условий. К числу этих условий относятся следующие: охватывает ли сделка слияния потенциального новичка, входящего на рынок; относятся ли участники сделки к ведущим в отрасли инноваторам, что не отражено в их рыночных долях; имеет ли место существенное переплетение активами (акциями) среди участников рынка и др. Специальное внимание должно уделяться и сделкам, одна из участниц которых имеет рыночную долю в 50% и более [15].

В последние годы для экономического обоснования сделок СиП, а также для оценки принимаемых регулируемыми органами решений в Евросоюзе активизируется использование современных количественных методов,

включая эконометрические и вероятностные. Аналогичная тенденция, напомним, характерна также и для США. Как отмечается в специальной работе, обобщившей результаты пяти подобных исследований, к июню 2006 г. Европейской комиссией было насчитано более 2877 сделок. Из них заключение 204-х сопровождалось уточнением ряда обстоятельств, для 147-ми — потребовались детализированные рецензии и заключения, а 45 сделок было запрещено или отсрочено. И эта информационная база, по оценке специалистов, достаточна для применения статистических и других методов, в том числе и в целях выявления того, насколько систематический характер носили ошибки регулирующих органов, дававших «добро» на сделки, нарушающие конкурентный баланс или, наоборот, отклонивших проконкурентные трансакции [17].

Наряду с усилением экономического, а также экономико-статистического обоснования сделок СиП, специалисты обращают внимание на несомненное воздействие на данные трансакции политического фактора, влияние которого проявляется по двум основным направлениям. С одной стороны — внутри ЕС через воздействие различных лоббистских группировок [14, Р. 81–83]. При этом наиболее существенно давление лоббистов на процедурном уровне проявляет себя, как отмечалось выше, в *фазе 2*, т. е. при согласовании позиции по сделкам СиП двадцатью комиссарами ЕС. С другой стороны, в ряде исследований идентифицируется существенное воздействие на регулирование сделок и вынесение по ним заключений фактора географического происхождения участников трансакций. Вместе с тем гипотеза о проявлении более строгого отношения к компаниям, расположенным за пределами ЕС, включая североамериканские, статистически подтверждается не во всех исследованиях [37].

Однако, как показывают исследования отечественных специалистов, выводы которых подтверждает фактически складывающаяся ситуация, а также отнюдь не малочисленные примеры, трансграничные сделки российских

компаний с компаниями Евросоюза наталкиваются на существенные барьеры, включая правовые. Причем это происходит, несмотря на дефицит капитала, с которым столкнулся в период экономического кризиса 2008 г. ряд государств и компаний единой Европы. Так, на блокировку, с использованием правовых аргументов, попыток получить определенный контроль со стороны Газпрома над европейскими распределительными сетями, был нацелен принятый Европарламентом в 2008 г. так называемый «Третий энергетический пакет». Сходная ситуация, хотя и имеющая свою специфику, сложилась и в случае с компанией «Сургутнефтегаз», которая, хотя и приобрела 21,2% акций Венгерской компании MOL (осуществляющей управление газотранспортной системой Венгрии, Словакии и Хорватии), продолжает находиться после этой транзакции под жесточайшим, в том числе политическим, прессингом. Пока не увенчались успехом и попытки проведения сделок СиП российскими компаниями на телекоммуникационном и металлургическом рынках Евросоюза, а также в секторе авиаперевозок [18].

Важной вехой в регулировании сделок СиП в рамках Евросоюза явилось принятие 18 октября 2008 г. Руководящих принципов по негоризонтальным слияниям [19]. Данный документ исходит из общих подходов, зафиксированных в Регламенте 139/2004, а также в Руководящих принципах по горизонтальным слияниям (2004/С). И он определяет порядок проведения и оценку допустимости сделок компаний, которые находятся на разных ступенях цепи создания стоимости, т. е. вертикальных СиП. Кроме того, введенные Руководящие принципы охватывают конгломеративные сделки. Применительно ко второму из этих типов особый интерес вызывают сделки компаний, являющихся активными на тесно связанных между собой рынках (например, в случае слияния поставщиков взаимодополняющих продуктов или продуктов, относящихся к одному и тому же продуктовому рангу). Как и в общем случае, оценке подлежит соответствие сделки принципам общего рынка, ее воздействие на эффективную конкуренцию, а также возможность

формирования и укрепления в ходе сделки доминирующей позиции интегрированной компании.

В целом, как указывается в Руководящих принципах по негоризонтальным слияниям, антиконкурентный потенциал подобных сделок существенно ниже горизонтальных. Более того, подчеркивается наличие значительного потенциала эффективности, заложенного в подобных сделках, в том числе вследствие решения проблемы наценки монополиста, сокращения транзакционных издержек, создания лучших условий для координации взаимосвязанных операций (в области дизайна продукции, в операционном менеджменте, логистике, маркетинге) и т. п. [19]. Вместе с тем отмечается, что и подобные сделки должны подлежать тщательному рассмотрению с позиции их воздействия на конкурентную ситуацию, возможности завоевания и укрепления рыночной власти и занятия новой фирмой доминирующего положения на рынке. В этих целях, что касается количественных *исходных* параметров, используются оценки рыночной доли и уровня концентрации на соответствующих рынках.

К числу заслуживающих внимания тенденций последних лет относится и продолжение сближения по ряду позиций содержания правового регулирования сделок СиП в ЕС, включая некоторые его процедурные аспекты и методы осуществления, с нормами, применяемыми в США.

Данный вывод, в частности, подтверждает выработка в 2008 г.

Европейской комиссией предложений по предоставлению для предпринимателей и потребителей правовой возможности подавать индивидуальные иски в качестве жертв антитрестовских нарушений [20].

Внимания экспертов не могла обойти и оценка политики поддержки конкуренции ЕС в условиях кризиса 2008–2009 гг. В целом, по мнению специалистов, конкурентная среда в условиях кризиса, в отличие от Великой депрессии, базисно не претерпела существенных изменений, особенно при

реальной опасности скатывания к жесткому протекционизму, что расценивается весьма позитивно. В этой связи обращается внимание, что особенно в первые недели после коллапса «Lehman Brothers», запустившего маховик мирового финансового кризиса, Комиссия ЕС была подвергнута массивной атаке со стороны тех сил, которые были заинтересованы в спасительных (за счет налогоплательщиков) мероприятиях и радикальном пересмотре конкурентных правил. Речь шла не только о предоставлении государственной помощи, но и о других разделах конкурентной политики ЕС, особенно применительно к банковскому сектору [21].

Несмотря на это давление, к ноябрю 2008 г. удалось согласовать меры, во-первых, по поддержке покупательной силы потребителей для стимулирования совокупного спроса и, во-вторых, по укреплению долгосрочной конкурентоспособности посредством инвестиций в зеленые технологии. Что касается государственной помощи, которая ранее в ЕС была строго регламентирована, с учетом специфики кризисного периода для нее были выработаны Временные рамочные условия (Temporary Framework for State Aid). Они исходили из базовых статей Договора о ЕС, обеспечивая общие подходы к реструктуризации и санации проблемных активов при максимальной прозрачности реализуемых мер [21]. Представляет безусловный интерес и модификация конкурентной политики в посткризисный период, которая вместе с тем заслуживает специального анализа.

## 2.2. Обзор мирового рынка слияний и поглощений

Как видно на рисунке 2.1 мировой рынок слияний и поглощений вырос за 2015г. на 32%. Такой рост получился во многом за увеличения сделок, сумма которых выше \$10 млрд., число таких сделок увеличилось более, чем в 2 раза по сравнению с 2014 годом. Суммарный объем рынка слияний и поглощений составил \$4,7 трлн в 2015 году. Этот показатель является



наивысшим с момента начала наблюдений в 1980 году. За 2015 год была объявлена 71 сделка стоимостью выше \$10 млрд, что практически в 2 раза больше, чем аналогичный показатель 2014 года. Всего в 2015 году было объявлено о 42300 сделках, что на всего 0.2% превосходит значение 2014 года.

Target Region/Nation	1/1/2015 - 12/31/2015		1/1/2014 - 12/31/2014		% Change in Rank Value
	Rank Val US\$m	No. Deals	Rank Val US\$m	No. Deals	
<b>Worldwide</b>	<b>4,747,567.3</b>	<b>42,313</b>	<b>3,338,146.8</b>	<b>42,220</b>	<b>42.2 ▲</b>
<b>Americas</b>	<b>2,517,835.6</b>	<b>12,753</b>	<b>1,666,870.9</b>	<b>13,187</b>	<b>51.1 ▲</b>
Caribbean	18,752.5	121	18,748.6	131	0.0 -
Central America	21,762.8	229	16,528.4	257	31.7 ▲
Mexico	19,791.9	181	14,416.9	203	37.3 ▲
North America	2,425,775.4	11,437	1,538,281.5	11,821	57.7 ▲
United States	2,344,405.8	9,962	1,426,675.9	10,129	64.3 ▲
Canada	81,369.7	1,475	111,605.7	1,692	-27.1 ▼
South America	51,544.9	966	93,312.4	978	-44.8 ▼
Brazil	40,471.9	573	48,958.6	530	-17.3 ▼
Chile	5,993.2	119	18,806.4	126	-68.1 ▼
<b>Africa/Middle East</b>	<b>80,107.2</b>	<b>1,253</b>	<b>65,124.1</b>	<b>1,317</b>	<b>23.0 ▲</b>
Middle East	21,958.2	428	22,313.0	453	-1.6 ▼
North Africa	3,618.4	163	6,108.1	145	-40.8 ▼
Sub-Saharan Africa	53,015.9	613	28,274.4	652	87.5 ▲
<b>Europe</b>	<b>907,480.4</b>	<b>14,786</b>	<b>842,946.6</b>	<b>14,374</b>	<b>7.7 ▲</b>
Eastern Europe	55,729.3	3,235	49,729.4	3,322	12.1 ▲
Western Europe	851,751.1	11,551	793,217.3	11,052	7.4 ▲
United Kingdom	423,539.5	2,547	178,313.4	2,538	137.5 ▲
Germany	83,818.5	1,487	75,329.3	1,604	11.3 ▲
France	81,784.6	2,589	149,657.0	2,140	-45.4 ▼
<b>Asia-Pacific</b>	<b>1,142,542.3</b>	<b>11,250</b>	<b>702,449.3</b>	<b>11,201</b>	<b>62.7 ▲</b>
Australasia	120,842.6	1,357	88,131.2	1,499	37.1 ▲
Australia	111,574.6	1,138	78,087.4	1,258	42.9 ▲
New Zealand	8,396.9	190	5,153.1	211	62.9 ▲
South East Asia	53,186.0	1,798	69,408.2	1,858	-23.4 ▼
Singapore	28,541.5	375	34,567.5	460	-17.4 ▼
Malaysia	10,228.1	446	14,948.3	514	-31.6 ▼
North Asia	940,606.2	6,964	514,245.3	6,752	82.9 ▲
China	684,289.2	5,137	394,061.8	4,650	73.7 ▲
Hong Kong	153,831.6	625	45,896.0	595	235.2 ▲
South Asia	27,907.5	1,131	30,664.6	1,092	-9.0 ▼
Central Asia	1,514.7	49	8,428.7	67	-82.0 ▼
Japan	99,601.9	2,271	60,755.7	2,141	63.9 ▲

Рисунок 2.1 – Объем объявленных сделок слияний и поглощений в 2015 году

Источник: [44]

Четвертый квартал 2015 года стал рекордным по объему сделок по слияниям и поглощениям. Объем сделок за последние 3 месяца 2015 года составил 1,6 трлн долларов США, что на 50% выше того же показателя в 3 квартале 2015. Этот квартал стал третьим подряд, в котором сумма сделок превысила \$1 трлн. Более половины всех сделок СиП в 4 квартале 2015 года были трансграничными.

Объем рынков США и Азиатско-Тихоокеанского региона составляет 74% от суммарной активности в области слияний и поглощений. Объем рынка США составил \$2,3 трлн в 2015 году, увеличившись на 64% по сравнению с уровнем активности в течение 2014 года. Данный показатель так же является наивысшим с 1980 года. Сумма сделок СиП в Азиатско-Тихоокеанском регионе в 2015 составила \$1.1 трлн. Этот год стал первым для данного региона, объем сделок во время которого превысил \$1 трлн.

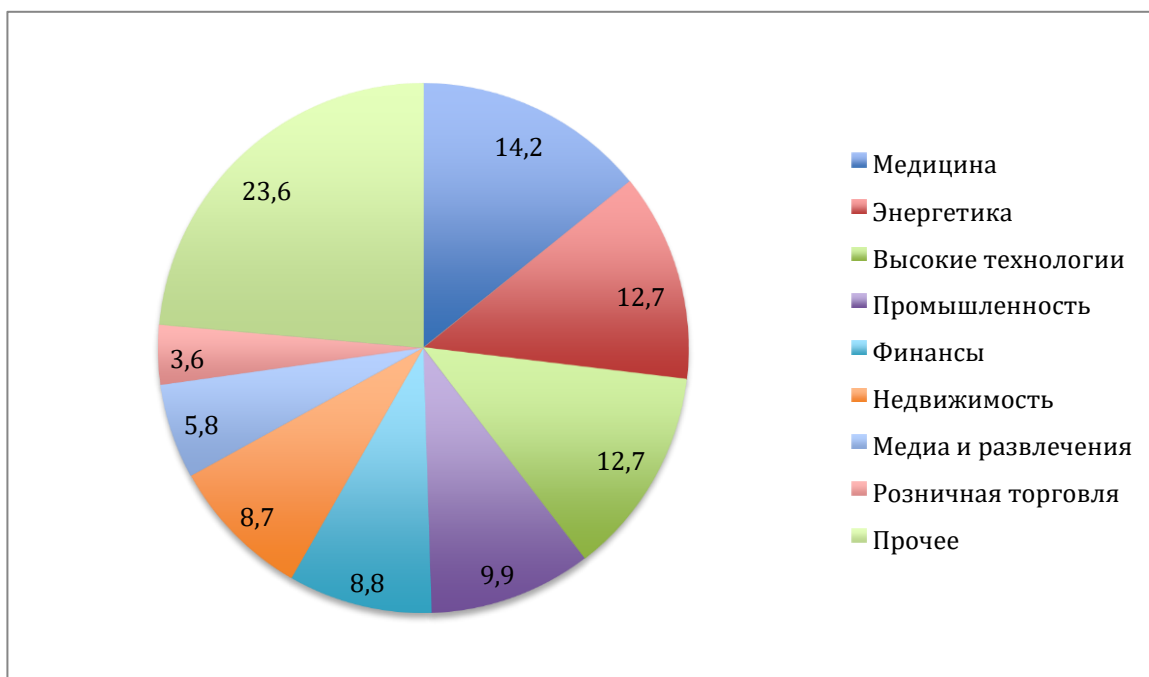


Рисунок 2.2 – Мировой рынок слияний и поглощений по секторам, %

Источник: [44]

На рисунке 2.2 видно, что сферы здравоохранения, энергетики и высоких технологий – в лидерах по объему сделок. Сделки в сфере здравоохранения составили 672.9 миллиардов долларов в 2015 году, увеличившись на 71% по сравнению с уровнем 2014 года. Наибольшая доля за слияниями в области фармацевтики. Сфера энергетики практически не изменила своих показателей в 2015 году, увеличившись всего на 1%. В области высоких технологий рынок СиП вырос в 2 раза за 2015 год.

Объем трансграничных слияний и поглощений вырос на 27% по сравнению с 2014 годом – трансграничные СиП-активности составили \$1,6

трлн. в 2015 году, что составляет одну треть от общего количества сделок. Трансграничные слияния и поглощения составляли 37% от общего объема сделок в 2014 году.

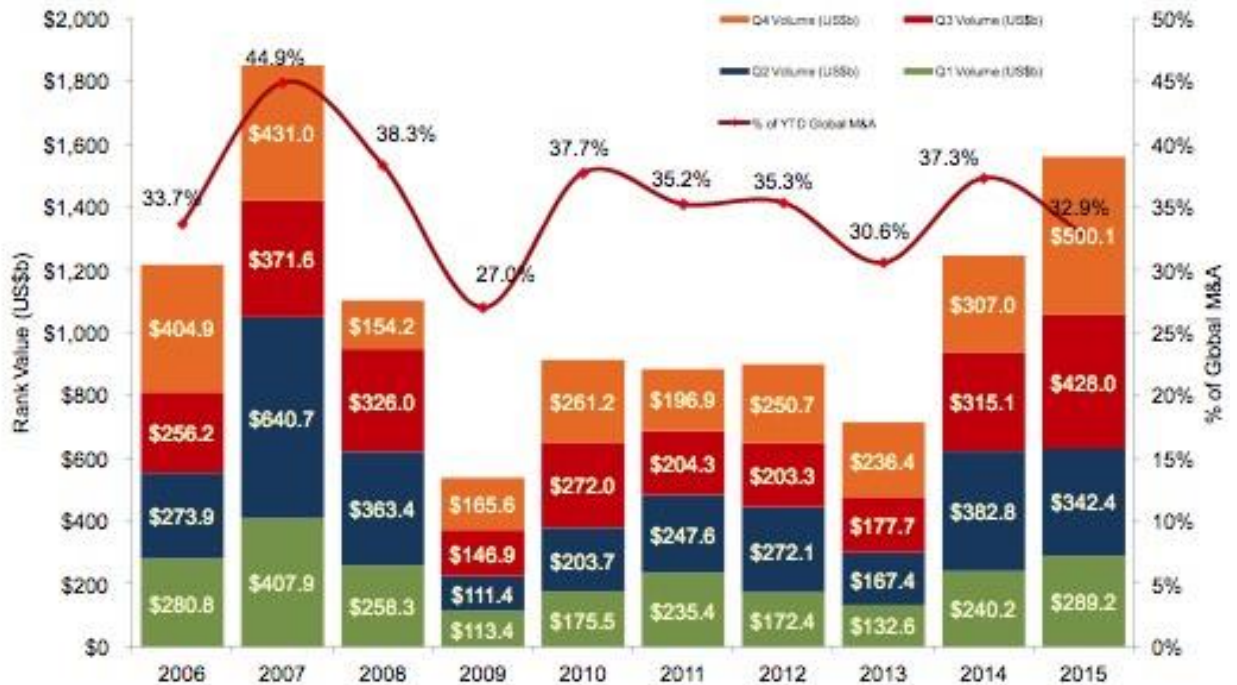


Рисунок 2.3 – Объем трансграничных сделок слияний и поглощений по кварталам, \$ млрд, и их доля от общего объема за год, %

Источник: [44]

По оценкам от Reuters/Freeman Consulting консультационные услуги по завершённым сделкам составили \$29,4 млрд. в 2015 году, что на 7% больше по сравнению с аналогичным периодом в 2014 году.

Сумма объявленных сделок по слияниям и поглощениям с участием азиатских компаний в 2015 году впервые в истории превысила триллион долларов впервые в истории, составив \$1.165 трлн, что на 59% больше, показателя \$731.3 млрд., который был достигнут годом ранее. Большая часть сделок с участием азиатских компаний, была ориентирована на производственный сектор, а так же высокие технологии и финансы.

Крупнейшей сделкой азиатского региона в 2015 была покупка компаний Ченг Конг оставшихся 50.035% акций Хатчисон Вампоа Лтд на сумму \$45.4

млрд. Эта сделка стала рекордной для данного региона. В 2014 году компания СИТИК Пасифик приобрела принадлежащих государству актив, Группу "СИТИК", на сумму \$42,2 млрд.

По оценкам от Reuters/Freeman Consulting, консультационные услуги по завершённым сделкам слияний и поглощений в регионе составили в 2015 году \$3,1 млрд, что на 11% больше цифры \$2,8 миллиарда, достигнутой рынком в прошлом году. Наибольшую сумму получила компания Морган Стэнли, заработавшая в 2015 году на азиатско-тихоокеанском рынке СиП \$208,1 млн., следом расположились Goldman Sachs and Co., с \$161,6 млн и Citi, с \$140.2 млн.

В целом, 2015 год стал рекордным по общему объёму сделок, который вырос на 32% по сравнению с предыдущим годом, и составил \$4.7 трлн. Более трети объёма всех сделок пришлось на трансграничные сделки. Наибольшая доля потраченных на слияния и поглощения средств была направлена в сферы здравоохранения, энергетики и высоких технологий. Наиболее активным регионом на данном рынке является Северная Америка, за счёт США. Объём рынка США составил \$2,3 трлн в 2015 году, увеличившись на 64% по сравнению с уровнем активности в течение 2014 года. Данный показатель так же является наивысшим с 1980 года.

### ГЛАВА 3. АНАЛИЗ РЫНКА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КИТАЯ 3.1.

#### Регулирование сделок по слияниям и поглощениям компаний в

#### Китае

С конца 1990-х гг. в Китае происходило ужесточение регулирования сделок СиП. Однако вступление Китая во Всемирную торговую организацию в 2001 году открыло для иностранных инвестиций в недоступные ранее отрасли, что в свою очередь привело к дальнейшему росту китайской экономики. Сделки СиП становились все более привлекательной

альтернативой для инвестиций в новые проекты для зарубежных игроков. В 1980-х годах, в первую волну ПИИ в Китай инвесторы в основном выбирали форму совместных предприятий, в частности акционерных обществ и совместных предприятий на договорной основе. Вторая волна последовала в 1990-е годы в виде предприятий со 100% иностранным капиталом. Сейчас наблюдается третья волна трансграничных слияний и поглощений. С начала 2000-х годов иностранные инвесторы стали все более склонны вкладывать деньги в Китай путем слияния или приобретения существующих китайских компаний, особенно ведущих игроков в своих отраслях. Такие решения продиктованы тем, что при сделках СиП иностранные инвесторы получают немедленный доступ на рынок с минимальным риском и приобретенная компания может быть при этом преобразована в предприятие с иностранными инвестициями для увеличения прибыли.

В КНР запрещены слияния, напрямую включающие иностранные фирмы. Но так как иностранные инвесторы стремятся реструктурировать свои активы в китайской экономике, этот факт служит стимулом роста числа слияний с предприятиями с иностранными инвестициями (ПИИ). Происходящая за пределами Китая активизация СиП диктует необходимость консолидации на внутреннем рынке на основе слияний.

Регулирование иностранных инвестиций распространяется на сделки слияний и поглощений с зарубежными инвестициями. Как уже было сказано, иностранная компания не вправе напрямую участвовать в бизнесе в китайской экономике. Инструментом служат предприятия с иностранными инвестициями. По законодательству, они могут иметь одну из следующих форм: китайско-иностранное совместное предприятие по собственности; китайско-иностранное кооперативное совместное предприятие; полностью иностранное предприятие; компания с иностранными инвестициями с ограниченной ответственностью.

Все четыре формы предприятий с иностранными инвестициями являются компаниями с ограниченной ответственностью и имеют как общие, так и отличные черты.

Законодательство выделяет две формы приобретений: прямое и косвенное. Прямое приобретение имеет место, когда иностранный инвестор или покупает активы через фирму, зарегистрированную в Китае, или покупает акции (или приобретает долю в зарегистрированном капитале) напрямую у зарегистрированной в Китае компании, как включенной в список, так и не включенной в список. Косвенное приобретение представляет собой сделку, в рамках которой иностранный покупатель приобретает акции офшорной некитайской холдинговой компании, активы которой включают акции в одной и более компаниях, зарегистрированных в Китае.

Модели сделок СиП на китайском рынке различаются, как:

- покупка активов;
- покупка зарегистрированного капитала в предприятии с иностранными инвестициями; – косвенное приобретение; – слияние.

Выбор модели зависит от таких факторов, как финансовое состояние приобретаемой или сливающейся компании, требования разрешения сделки со стороны государственных органов, необходимость согласия третьей стороны на проведение сделки, возможность передачи активов, налоговые аспекты.

Увеличение темпов зарубежных слияний и поглощений способствовало реструктуризации законодательства в области зарубежных слияний и поглощений Китая. 8 августа 2006 года, шесть китайских государственных учреждений, руководством Министерства коммерции КНР обнародовали положение о приобретении отечественных предприятий иностранными инвесторами. В кругах инвесторов этот документ получил название “Регулирование 2006”. Это постановление вступило в силу 8 сентября 2006

года, заменив предыдущие предварительные положение “о приобретении отечественных предприятий иностранными инвесторами” (“Предварительный регулирование 2003”), которые вступили в силу с 12 апреля 2003 года. Регламент 2006 совокупности с рядом других инструментов, выпущенных до или после его обнародования, представляет собой систематизированную нормативную базы, регулиующую иностранные слияния и поглощения в Китае.

Статья 2 Регулирования 2006 в целом устанавливает два вида слияний и поглощений, доступные для иностранных игроков в Китае:

- Прямое приобретения (Equity M&A). Происходит тогда, когда иностранный покупатель приобретает акций, или увеличивает капитал в отечественном предприятии, а затем преобразует его в предприятие с участием иностранного капитала.

- Слияние и поглощение путем покупки активов (Asset M&A). Относится к двум типам сделок.

- Иностраный инвестор создает предприятие с участием иностранного капитала, а затем приобретает через него отечественное предприятие;

- Иностраный инвестор покупает активы отечественного предприятия, а затем использует их для создания предприятия с участием иностранного капитала.

В соответствии со статьей 9, если иностранный инвестор приобретает в отечественной компании более 25% уставного капитала, то он может рассчитывать на применение режима наибольшего благоприятствования ПИИ. Тем не менее, в Регулировании 2006 дано уточняющее определение, согласно которому иностранным инвестором считается конечный бенефициар. Таким образом, если отечественная компания будет приобретена фирмой,

зарегистрированной зарубежом, но принадлежащей китайскому физическому или юридическому лицу, то для такой покупки режим наибольшего благоприятствования распространяться не будет.

Регулирование 2006 впервые разрешило использовать взаимный обмен акций в качестве одного из способов оплаты для проведения сделок СиП в Китае. Эта мера позволила иностранным инвесторам при соблюдении определенных условий и государственных согласований использовать не только денежные средства, но и акции, а так же совокупность двух способов для оплаты сделок по слиянию и поглощению отечественных компаний.

Акции, используемые в поглощении китайской компании, должны быть публично торгуемыми, а компания, акции которой предлагаются, зарегистрированной в иностранной юрисдикции с развитой корпоративной правовой системы. Кроме того, к иностранной компании и ее руководству не должны быть применены санкции со стороны соответствующих органов за предыдущие три года. Акции должны законно принадлежать инвесторам, не иметь никаких споров по поводу владения, а так же торговаться по стабильным ценам в течение предыдущего года. Наконец, к сделке должен быть привлечен советник, зарегистрированный в Китае, который проведет аудит компании-эмитента акции, после чего оформит профессиональное мнение о целесообразности участия акций в сделке и соответствии их вышеупомянутым требованиям.

Сделки СиП по приобретению китайской компании с использованием акций должны получить одобрение в Министерстве коммерции КНР.

Помимо основных условий, содержащиеся в главе 3 Регулирования 2006, дополнительные документы должны быть представлены в Минкомдля утверждения, в том числе отчетов советника и других соответствующих документов. Если все документы верны, Минком выдаст временный сертификат, который требует передачи акций в течение шести месяцев. Приобретаемая компания должна подать предварительную валютную



регистрацию в государственной администрации иностранной валюты и временную бизнес-лицензию в государственную администрации по промышленности и торговле. После получения предварительных лицензий, китайская компания и ее акционеры обращаются в Минком для получения разрешения на продажу предприятия иностранному инвестору.

Ключевой особенностью, введенной в Регулировании 2006, является положение о национальной экономической безопасности. Это положение так же регулирует сделки СиП с участием зарубежных компаний, выступая дополнением к базовым процедурам. Согласно статье 12, участники сделок по слиянию и поглощению должны сообщать и запрашивать подтверждения Минкома, если иностранный инвестор намерен получить контроль над отечественным предприятием в ключевой отрасли, или сделка предполагает передачу отечественного предприятия, осуществляющего фактический контроль над известной торговой маркой или традиционного китайского бренда, а так же при прочих ситуациях, которые могут оказывать потенциальное и реальное воздействие на китайскую национальную экономическую безопасность. В случае провала данного требования, Минком и другие соответствующие государственные учреждения могут отклонить сделку или разработать ряд мер по ликвидации негативного воздействия на экономическую безопасность страны.

Таким образом, Регулирование 2006 представляет собой существенное изменение предыдущей версии “Предварительное регулирование 2003”. Действующий документ привнес правовой аспект процедуры зарубежных слияний и поглощений в Китае максимально близко к международным стандартам. В целом, варианты для проведения сделок СиП в Китае теперь аналогичны тем, которые существуют в западных странах. Регулирование 2006 упрощает правовой режим Китая для иностранных слияний и поглощений. Регулирование 2006 обеспечивает более четкий и более комплексный правовой режим иностранных слияний и поглощений в Китае.

Он предусматривает для иностранных инвесторов несколько способов, чтобы войти на китайский рынок капитала и приобрести отечественную компанию. Во-первых, иностранные инвесторы могут приобрести не только так называемые В-акции, которые котируются в Китае, но и акции в иностранной валюте, или так называемые Н или N-акции китайских компаний, котирующихся в Гонконге или Нью-Йорке соответственно. Однако, поскольку доля вышеназванных акций обычно невелика, приобрести китайские компании подобным путем очень трудно, если не сказать невозможно. Второй возможный путь-это приобретение торгуемых акций отечественных компаний, включенных в листинг через так называемых квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (КИИИ). Однако приобретение китайской компании и этим методом затруднено из-за ограничений на инвестиции, налагаемых на QFIIs. Для сравнения, третий путь, согласно которому иностранцы могут приобрести неторгуемые акции, является более практичным. Эти неторгуемые акции в основном принадлежат государству и поэтому их передача требует строгих правительственных утверждений. В последние годы положение о передаче государственных акций иностранцам постепенно либерализуется. В 2005 был сделан главный прорыв, который позволил иностранным стратегическим инвесторам приобретать значительные пакеты акций вплоть до контрольных.

Регулирование 2006 ссылается на соответствующие конкретные положения, которые действуют независимо от него. В соответствии со статьей 10, основным органом, утверждающим иностранные инвестиции, является Минком и его местные отделения. Но в зависимости от структуры сделки и ее целевого характера, могут потребоваться дополнительные согласования. Например, для поглощения отечественных предприятий, торгующихся на бирже перечисленных стороны должны также получить от надзорного органа за рынком ценных бумаг КНР. Если сделка СиП предполагает передачу государственных активов, тогда сторонам необходимо будет получить

дополнительные согласования от Министерства финансов, Национальной комиссии развития и реформ (НКРР) и комиссии по контролю и управлению государственной собственностью. Как правило зарубежные слияния и поглощения должны проводиться в соответствии с каталогом приоритетных иностранных инвестиций в промышленность, который делит иностранные инвестиционные проекты на четыре категории – приветствуются, разрешены, ограничены и запрещены. В этом смысле Регулирование 2006 выступает в качестве некоего всеобъемлющего инструмента или плана в отношении иностранных сделок СиП.

Несмотря на то, что Регулирование 2006 упростило порядок совершения сделок по слиянию и поглощению китайских компаний зарубежными инвесторами, общий, интегрированный режим совершения подобных сделок в КНР еще не создан. Как уже было отмечено, сделка может потребовать нескольких правительственных согласований и у инвесторов все еще остается много вопросов остаются о том, как и где именно нужно согласовывать сделку.

Основные органы, регулирующие сделки СиП в КНР:

– Министерство торговли осуществляет регулирование иностранных инвестиций, выполняет надзорные функции, дает разрешение на сделки в важных отраслях; в отношении СиП с элементами, которые могут негативно сказаться на национальной экономической безопасности; в отношении СиП, включающих компании с известными торговыми марками и давно функционирующими китайскими компаниями.

– Государственная комиссия по развитию и реформированию (SDRC) отвечает за разрешение проектов с иностранными инвестициями и ведет надзор за реструктуризацией предприятий, находящихся в государственной собственности.

– Комиссия по надзору и администрированию за активами, находящимися в государственной собственности также выполняет надзорные функции за государственными активами и играет важную роль в сделках, проводимых в отношении предприятий, находящихся в госсобственности. Она участвует в процессе выдачи разрешения на сделки, может выступать в качестве продавца.

– Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг несет ответственность за мониторинг и регулирование рынка капитала в стране, участвует в сделках, в которых в качестве цели выступают компании, включенные в список.

В зависимости от характера сделки и отраслевой принадлежности могут привлекаться и другие отраслевые и административные органы Китая, среди которых можно выделить Министерство информации и промышленности (например, в сфере производства бытовой электроники).

На практике иностранный инвестор, как правило, в процессе утверждения полагается на партнеров из приобретаемой фирмы, которые зачастую координируют процесс утверждения Минкомом и прочими органами. Но у такой политики есть свои причины. Китай привлек более \$622.4 млрд из-за рубежа с 1978 года, когда экономическая реформа началась, и обогнал США в 2003 году, став крупнейшим получателем иностранных инвестиций. На данный момент страна настолько наводнена капиталом, что Центральный банк был вынужден замедлить рост трат в попытке охладить возможно перегрев экономики. Следовательно, в отличие от начальной стадии отчаянного привлечения иностранного капитала, Китай теперь может позволить себе быть более избирательными в отношении иностранных инвестиций. Это позволит КНР выбирать иностранные инвестиции, которые способны принести передовые технологии и опыт управления, снизить уровень безработицы и улучшить состояние окружающей среды. Китай не

пытается препятствовать иностранным инвестициям, но руководство страны старается привлечь высокое качество сделок.

Действительно, Регулирование 2006 было опубликовано на фоне опасений, что иностранцы приобретут огромное количество предприятий Китая. Отчет исследовательского центра по вопросам развития при государственном Совете в 2006 году показал, что иностранные инвесторы контролировали на тот момент пятерку предприятий во всех отраслях, которые были открыты для иностранных инвестиций. Кроме этого, иностранным инвесторам принадлежала большая часть активов в 21 из 28 ведущих отраслей промышленности Китая. Ситуация, для КНР была тревожная, поскольку предыдущий документ не предполагал возможность отсеивания нежелательных сделок для руководства КНР.

Проблема обострилась еще сильнее, когда китайские компании пошли “за море” к проведению сделок по слияниям и поглощениям и обнаружили, что во многих страны, включая США, были фактически приняты протекционистские меры, противостоящие зарубежным слияниям и поглощениям.

Рынок зарубежных слияний и поглощений Китая развивался быстрыми темпами за последнее десятилетие. Вопреки широко распространенным представлениям, тем не менее, китайские компании так и не стали доминирующими игроками на этом рынке. Одним из сдерживающих факторов, мешавших китайским компаниям поглащать зарубежные активы, являлись законодательные ограничения со стороны правительства. В самом деле, китайские покупатели часто находились в невыгодном положении по сравнению с зарубежными компаниями. Одной из основных проблем конкурентоспособности китайских компаний на мировом рынке корпоративного контроля являлось требование китайского государства о получении нормативного утверждения инвестиций. Однако в 2014 КПК

объявила о значительном ослаблении ограничений на зарубежные инвестиции китайских компаний.

Необходимость получения разрешительных документов для сделок слияний и поглощений являлась одним из ключевых механизмов, благодаря которым Китай мог регулировать инвестиции и валютные резервы.

Китайская компания, которая планировала приобретение зарубежных активов должна была получить разрешение от НКРР, в Минкоме и государственной администрации иностранной валюты. Кроме того, сделки государственных предприятий, как правило, подлежали утверждению комиссии по контролю и управлению государственными активами. Процесс получения таких согласований может быть длительным и может поставить китайских покупателей в явно невыгодное положение.

Подобные ограничения на внешние инвестиции китайских компаний были значительно смягчены. 8 апреля 2014 года, НКРР объявила новые правила утверждения и отчетности внешних инвестиций. Эти правила имеют новую трехуровневую систему лимитов и модернизированную процедуру рассмотрения и утверждения инвестиций китайских компаний. Правила, вступившие в силу 8 мая 2014 включают в себя следующие основные положения:

- Внешние инвестиционные проекты китайских компании с объемом менее \$1 млрд. больше требуют утверждения НКРР. Для проведения подобных сделок теперь требуется лишь уведомлении НКРР.
- Сделки объемом более \$1 млрд. требуют утверждения НКРР. Если сумма сделки превышает \$2 млрд., то компании так же потребуется получение утверждение Государственного Совета на основе одобрения НКРР.
- Внешние инвестиционные проекты должны быть рассмотрены НКРР в течение 20 рабочих дней с момента поступления заявки. Кроме того,

инвестиционные проекты, требующие одобрения Государственного Совета должны быть в течение еще 20 рабочих дней.

Данные правила не распространяются на сделки с компаниями из некоторых стран и отраслей экономики. К странам, на которые не распространяется смягчение законодательства, относятся те, с которыми у Китая не установлены дипломатические отношения, которые подпадают под международные санкции Совбеза ООН, или которые находятся в состоянии войны или внутреннего конфликта. Среди отраслей, на которые не распространяется новое законодательство: телекоммуникационная инфраструктура, отрасль масштабной застройки земельных участков, электросети, СМИ и медиа.

Новые правила были призваны значительно увеличить конкурентоспособность китайских компаний на глобальном рынке СиП.

В прошлом некоторые целевые компании не были готовы рассматривать возможность сделок по слияниям и поглощениям с потенциальными китайскими покупателями из-за длительного времени, необходимого для рассмотрения сделки государственными структурами Китая. Поэтому китайским компаниям приходилось преодолевать высокие барьеры для входа на рынок в качестве лидирующих игроков. Как только потенциальным китайским покупателям удавалось начать переговоры о сделке СиП, затяжной процесс утверждения сделки, как правило, оказывался для китайских претендентов явным конкурентным недостатком. Иностранные конкуренты часто решали вопросы регулирования намного быстрее, чем китайские компании. Кроме того, в некоторых случаях, китайские компании должны были выплачивать большую сумму, чтобы минимизировать риски целевой компании, связанные с процессом утверждения сделки в Китае.

Таким образом, новые правила согласования и отчетности внешних инвестиций китайских компаний имеют тенденцию к повышению:

- привлекательности китайских компаний в качестве покупателей;
- конкурентоспособности китайских компаний в ходе торгов и переговорных этапов сделок слияний и поглощений.

Все это, в свою очередь, должно укрепить позиции китайских компаний, в качестве ключевого игрока на мировом рынке корпоративного контроля и увеличить количество и объем сделок слияний и поглощений китайскими компаниями.

В целом, за последние годы в КНР приняты более мягкие законы по регулированию сделок СиП в национальной экономике. Их отличительная черта – применение способов обычных приобретений для покупки большинства форм китайских предприятий. В настоящее время правила позволяют зарубежным инвесторам участвовать в приобретении активов или собственности предприятия с иностранными инвестициями, национальных предприятий, государственных предприятий и компаний, включенных в список.

Китайская практика СиП отличается намного более активным вмешательством и регулированием со стороны государства по сравнению с зарубежной практикой. Были ослаблены ограничения в отношении допуска иностранных инвестиций, но сохраняются требования в отношении разрешения подобных сделок со стороны уполномоченных органов. Это также служит одной из отличительных черт китайской практики слияний и поглощений на внутреннем рынке. Правительство не регулирует антимонопольную и конкурентную политику в рамках СиП. Во многих сделках правительственные органы выступают одновременно как регуляторы и как продавцы, а также реализуют социальные цели, выходящие за рамки коммерческого характера сделки.

В 2007 г. в КНР приняты новые нормы, нацеленные на приоритет не количественного, а качественного аспекта привлекаемых ПЗИ; объединены



две системы подоходного налогообложения, действовавшие ранее отдельно для зарубежных филиалов и национальных компаний, в единую систему налогообложения с 2008 г. Внедрены новые правила в отношении осуществления СиП для зарубежных компаний и покупке недвижимости зарубежными компаниями, составлен список отраслей, в которых сохраняется контроль со стороны государства за допуском иностранных инвестиций. Ликвидированы квоты на покупку иностранной валюты китайскими компаниями для осуществления инвестиций за рубежом – мера, важная для усиления интернационализации их деятельности.

В 2014 г. приняты новые правила, облегчающие процесс поглощений зарубежных компаний китайскими. В этих правилах снимается ряд обязательных государственных подтверждений на некоторые виды сделок трансграничных СиП. В целом в последние годы наблюдается либерализация законодательного регулирования СиП в Китае, что позитивно сказывается на росте их количества и стоимостного объема.

### 3.2. Обзор рынка слияний и поглощений Китая

Говоря о рынке слияний и поглощений, под понятием “стратегический покупатель” принято понимать корпоративных покупателей, которые приобретают компаний с целью интеграции приобретения в свой действующий бизнес. На их долю приходится большая часть от всего объема рынка Китая.

Объем трансграничных сделок СиП с участием китайских компаний, достиг в 2015 \$161,9 млрд. Эта сумма на 61% больше, чем аналогичный показатель \$100,8 млрд, достигнутый годом ранее. Наибольший интерес среди иностранных компаний в 2015 году вызвали китайские фирмы работающие в сфере финансов. Всего в прошедшем году зарубежные инвесторы приобрели китайских компаний на сумму \$112,7 млрд.

Анализируя динамику рынка СиП китайских компаний необходимо отметить его активный рост по всем направлениям. По сравнению с 2012 годом, объем сделок по слияниям и поглощениям китайских компаний вырос на 446%, со \$153 млрд. до \$684 млрд. В это же время мировой рынок так же показал рост, но менее значительный в процентном соотношении: с \$2,54 триллионов в 2012 году до \$4,75 триллионов в 2015, таким образом рост составил 187%. Естественно, что увеличилась и доля Китая в глобальном рынке. В период с 2012 по 2015 изменение составило более 6%: с 8,23% до 14,4%. Стоит уточнить, что для исключения влияния изменения валютного курса, данные были скорректированы в сторону среднего значения курса юаня по отношению к американскому доллару с 2008 по 2015 гг.

Главным игроком на мировом рынке СиП являются компании США. По состоянию на 2015 год, каждый второй доллар, потраченный на СиП был заплачен именно за американскую фирму. Именно поэтому необходимо сравнивать китайский рынок не только с мировым, но и американским. Рынок СиП компаний США за отчетный период показал рост в 252%, что выше мирового но ниже китайского уровня. Однако в количественном выражении рост американского рынка более заметен: \$1,4 трлн. за отчетный период против \$531 млрд. роста китайского рынка.

По количеству объявленных сделок рынок СиП китайских компаний за отчетный период так же показал рост. Число слияний и поглощений выросло с 3425 в 2012 году до 5137 в 2015. Таким образом рост составил 150%. Стоит отметить, что мировой рынок за этот же период вырос всего на 2534 сделки до 42313, или на 6%. Иными словами, сделки слияний и поглощений китайских компаний обеспечили 2/3 мирового роста количества подобных сделок.

Из 5137 китайских компаний, попавших под слияние и поглощение в 2015 году большая часть была приобретена местными инвесторами. Стоит отметить, что наибольший интерес к китайским компаниям из-за рубежа был в 2011 году, когда 482 китайские компании были поглощены зарубежными

инвесторами. После резкого падения в 2012 году, количество иностранных приобретений китайских компаний растет, но все еще находится ниже уровня 2011 года (рисунок 3.1). Суммарная стоимость подобных сделок в 2015 г. составляет \$14,3 млрд (рисунок 3.2).

Совсем по-другому обстоят дела с рынком внутренних слияний и поглощений. С 2011 года количество таких сделок увеличилось в полтора раза, с 3262 до 4819 (рисунок 3.1). Их стоимость увеличилась со \$118 млрд. до \$445.3 млрд. соответственно (рисунок 3.2).



Рисунок 3.1 – Динамика количества сделок по слияниям и поглощениям китайскими компаниями

Источник [47]

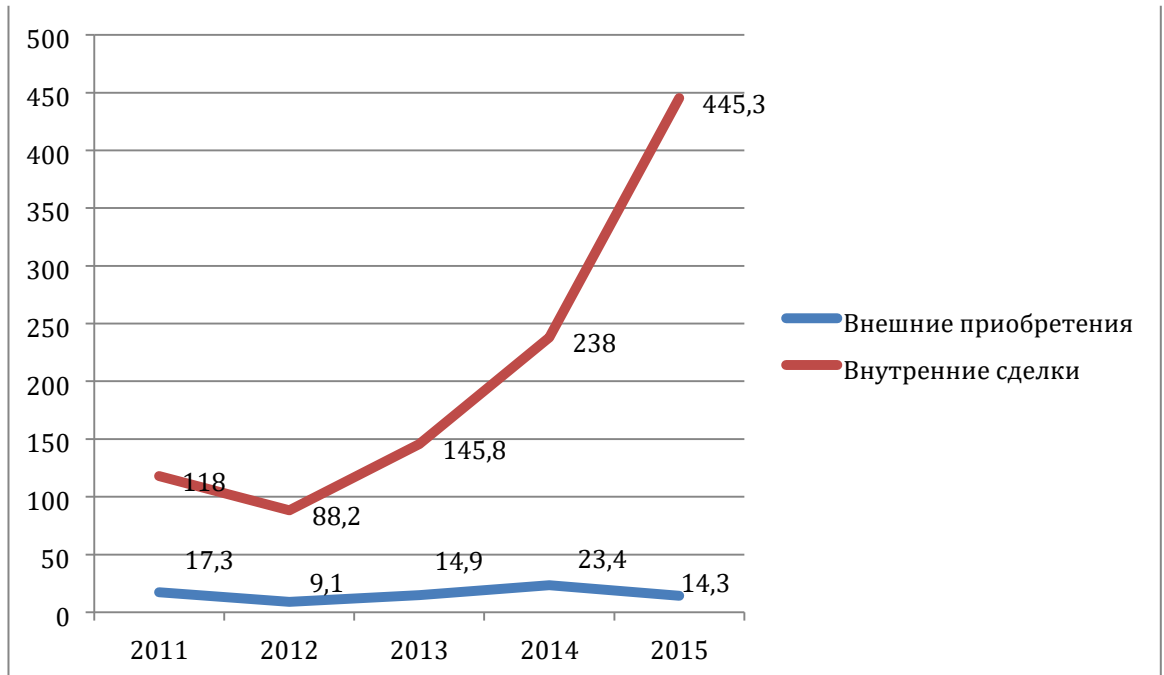


Рисунок 3.2 – Динамика объемам сделок по слияниям и поглощениям китайскими компаниями, \$ млрд. США

Источник: [47]

Таким образом можно констатировать рост внутреннего рынка слияний и поглощений Китая. Причиной такого сильного роста может являться экономическая реформа страны. Переход экономики на внутреннее потребление поднебесной открывает новые возможности для бизнеса, что способствует расширению, в том числе путем слияний и поглощений. С другой стороны, слияния и поглощения китайских компаний из-за рубежа по-видимому, достигли в целом устойчивого состояния с периодическими колебаниями роста.

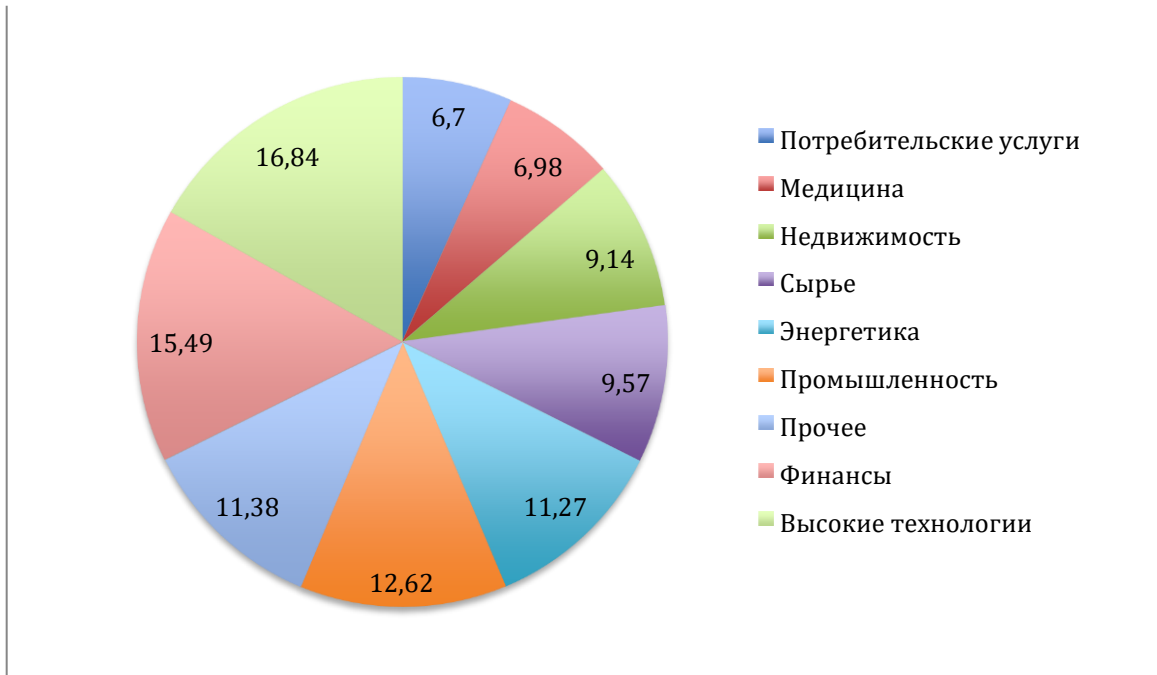


Рисунок 3.3 - Рынок слияний и поглощений Китая по секторам, %

Источник: [47]

С 2011 года среди стратегических покупателей заметно изменилась структура приобретаемых активов. Если в начале десятилетия ключевыми отраслями экономики для проведения сделок СиП считались недвижимость, сырье и материалы, на которые приходилось более 30% от общего объема рынка, то в 2015 году суммарная доля этих секторов снизилась до 18,7%. Основными отраслями в прошлом году в свою очередь стали финансовый сектор и индустрия высоких технологий (рис. 3.3). На их долю пришлось более \$148 млрд. сделок СиП, то есть практически каждый третий доллар, потраченный на приобретение компании в Китае был направлен именно в один из этих секторов. В 2011 году, доля эти отраслей составляла чуть более 18%.

Как Китай меняет свою модель экономического роста “количественного” развития к “качественному”, так и китайские компании инвестируют в новые для себя отрасли экономики. Компании все больше обращают внимания на сферу высоких технологий, сельского хозяйства и продовольствия, недвижимости и услуги. Среди топ-10 зарубежных сделок по слияниям и поглощениям со стороны китайских компаний в 2014 году была

лишь одна покупка компании из добывающей отрасли, в то время как в 2010 году было шесть сделок по приобретению нефтедобывающих компаний и одно поглощение фирмы, занимающейся горнодобычей.

Неудивительно, что с изменением отраслей экономики, на которые обращают внимание китайские компании, меняется и география поглощений: акцент приобретений смещается из богатых ресурсами развивающихся стран в развитые страны, которые обеспечивают доступ к передовым технологиям, известным брендам, обширному отраслевому опыту и мировой дилерской сети. В 2014 году наибольший интерес китайских инвесторов был обращен в сторону Северной Америки и Европы. 14% инвестиций были направлены в компании Соединенных Штатов. Большинство китайских исходящих сделок являются поглощениями, при этом лишь некоторые слияния, например Lenovo с IBM.

Данные за 2014 г. в таблице 3.1 показывают, что большинство сделок было направлено на развитые рынки, такие как США, Европа и Австралия. Девять из десяти крупнейших сделок СиП (в стоимостном выражении) в 2014 году произошли в странах с развитой экономикой. В свою очередь в 2010 году только четыре были проведены в развитых странах, в том числе одна в США и одна в Канаде, при этом обе были в сфере нефтедобычи. Кроме того, в таблице ниже приведены изменения в ТОП стран для китайских зарубежных слияний и поглощений по стоимости в 2010 и 2014 годах.

В прошлом крупные китайские государственные предприятия доминировали на рынке слияний и поглощений зарубежных компаний. Как отмечают эксперты KPMG, в настоящее время китайские компании помимо получения доступа к природным ресурсам все чаще используют возможности слияний и поглощений для обновления и преобразования бизнеса для устойчивого роста.

Таблица 3.1

Рейтинг стран, по объему приобретенных активов китайскими компаниями с помощью слияний и поглощений

	<b>2014</b>	<b>2010</b>
1	США	Бразилия
2	Перу	Канада
3	Великобритания	Аргентина
4	Австралия	США
5	Франция	Австралия
6	Италия	Израиль
7	Сингапур	Нидерланды
8	Португалия	Швеция
9	Канада	Гвинея
10	Нидерланды	Великобритания

Среди таких компаний увеличивается доля частных, которые борются с вызовами и конкуренцией на внутреннем рынке. Эти обстоятельства привели к тенденции, при которой китайский частные компании становятся все более амбициозными и совершают большее количество крупных сделок. На долю частных компаний приходится 43% китайских сделок слияний и поглощений зарубежных компаний в 2015 году (в стоимостном выражении), по сравнению с 41% в 2014 году. Стоит отметить, что в 2010 году эта доля составляла лишь 18%. Среди Топ-10 подобных сделок в 2014 году, в пяти приняли участие частные компании, в 2010 году лишь одна негосударственная компания была в этом списке.

Определяющим трендом 2015 года стало увеличение количество мегасделок свыше 1 млрд. долл. Стабильный поток подобных мега-сделок сказался на общей стоимости сделок. Только в 1 полугодии 2015 года китайские компании зафиксировали общую сумму \$56,8 млрд. инвестиций в приобретение зарубежных компаний, эта цифра на 70% выше, чем за

аналогичный период в 2014 году. Стоит отметить, что количество сделок в первом полугодии 2015 года является рекордным для Китая. Анализ объемов по размеру сделок изображен на рисунке. Количество сделок в размере между \$0.5 млрд. и \$1 млрд. в первом полугодии 2015 года осталось на уровне года предыдущего. Рост количества сделок обеспечили слияния и поглощения суммой меньше \$0.5 млрд.

Такая активность была вызвана в целом благоприятными условиями для китайских исходящих транзакций в начале года. Китайские фондовые рынки сплотились в 1 полугодии 2015 года, обеспечивая рост доверия. Всего в 1 полугодии было объявлено о 173 китайских сделках СиП, что на 25% выше по сравнению с аналогичным периодом годом ранее. Всего за 2015 год китайские компании потратили на этом рынке \$67.4 млрд. совершив 382 сделки.

В 2015 году темпы роста китайских инвестиций в поглощения зарубежных компаний превысили показатели крупнейших развитых стран. На графике видно, что в отличие от западных стран, рынки Китая и Японии показывают рост, как по количеству сделок, так и по их объему. Общий объем китайских инвестиций в слияния и поглощения превзошел Германию и Японию, но оказался ниже, чем у США и Великобритании. Объем китайских инвестиций составляет 64% и 71% от объема внешних операций США и Великобритании в 2015 году соответственно.

В первом квартале 2016 года китайский рынок внешних слияний и поглощений начал с уверенного роста. Компании из поднебесной столь активно приобретали своих зарубежных партнеров, что доля таких сделок составила 1/6 часть от общего объема рынка.

Аналитики отмечают совокупность агрессивности китайских покупателей и их связь с политическими кругами, как один из важнейших факторов такого роста. По мнению экспертов Financial Times, выбор целевых компаний подчеркивает попытки Китая удовлетворить растущий



потребительский класс на фоне резкого снижения фондового рынка и возможного экономического кризиса.

По данным Thomson Reuters из \$682 млрд. мирового рынка международных сделок СиП в первом квартале 2016 года, \$101 млрд., или 15% от всего объема, были потрачены китайскими покупателями. В эту статистику не вошла сделка по поглощению гостиничной сети Starwood китайской компанией Anbang Insurance на сумму \$14 млрд. Таким образом только за первый квартал 2016 года китайские компании превысили показатели за весь 2015 год. Многие эксперты уже назвали 2016 год – волной китайских сделок по слияниям и поглощениям.

Среди причин этого бума консультанты и аналитики выделяют опасения по поводу стабильности курса юаня. По мнению экспертов, такой рост китайской активности на рынке – ни что иное, как бегство капитала. Но, в то же время отмечается повышение авторитета китайских покупателей в переговорах. Они опираются на возможность легких заимствований из государственных банков Китая, которые готовы одобрить кредиты для приобретения активов, часто считающихся более безопасными, чем те, которые базируются в их стране, учитывая замедление темпов роста отечественной экономики.

Рост активности Китая ослабил серьезный спад мирового рынка слияний и поглощений в целом. В годовом исчислении спад в первом квартале составил 14%. Причиной такого падения рынка стало уменьшение активности США. Первый квартал стал наихудшим для компаний Америки, потративших на международные слияния и поглощения \$256.6 млрд. По сравнению с предыдущим годом падение составляет 29%.

Помимо слияний и поглощений с участием стратегических покупателей, на данном рынке присутствует еще ряд сделок, с участием так называемых “финансовых покупателей”. Приобретатели в таких сделках преследуют

основную цель: возврат своих инвестиций, путем последующей продажи бизнеса. Сделки с участием “финансовых покупателей”, в свою очередь, можно разделить на 2 группы:

Сделки с участием частного акционерного капитала – сделки, сумма которых превышает \$10млн или необъявлена. Подобные сделки чаще всего проинвестированны частным капиталом, но присутствуют также прямые инвестиции финансовых учреждений и конгломератов, которые работают с частными инвестициями.

Сделки с участием венчурного капитала – сделки, сумма которых не превышает \$10млн. или необъявлена. Инвестируются такие сделки венчурными фондами.

В целом на сделки с участием инвестиционных покупателей пришлось более 20% от объема китайского рынка СиП в 2015 году. Следует отметить значительный рост этой доли рынка: на долю инвестиционных покупателей годом ранее приходилось 17% от всех потраченных на СиП средств. Если сравнивать объем совершенных сделок, то он за прошедший год вырос на 150% и достиг \$196,5 млрд. по сравнению с \$72,9 млрд. в 2014 году. С 2013 г. этот показатель вырос более чем в 4 раза с \$36,3 млрд.

За 2015 год инвестиционными покупателями было совершено 27 сделок стоимость выше \$1 млрд. что является очередным рекордом китайского рынка СиП, и тренд на повышение количества подобных сделок продолжается.

Говоря о перспективах на 2016 год, аналитики PWC прогнозируют двухзначные темпы роста рынка СиП Китая. Отрасль высоких технологий продолжит привлекать наибольшее количество инвестиций. Ключевыми факторами этого станут [48]:

– Поддержка правительством Китая данной отрасли для стимулирования инновационных преобразований;

- Поиск инвесторами перспективных отраслей;
- Развитие старт-ап среды в Китае;
- Активное участие венчурных фондов.

Кроме того, аналитики PWC прогнозируют рост инвестиций в финансовый сектор. В частности ожидается активность Банка Китая в инвестирование в инфраструктурные проекты Китая зарубежом. Также ожидается экспансия китайской платежной компании Union Pay.

Противовесом снижения темпов роста китайской экономики эксперты считают экономические реформы, проводимые правительством. Ожидается, что акцент экономической политики на внутренний спрос станет главным драйвером роста рынка внутренних слияний и поглощений.

Для стратегических зарубежных инвесторов интерес к Китаю будет оставаться на уровне предыдущих лет. Несмотря на высокие темпы роста, иностранные покупатели понизят свою амбициозность из-за глобальной рыночной неопределенности. Основной формой приобретения китайских активов зарубежными инвесторами, эксперты PWC все еще видят совместное предприятие.

Говоря о перспективах китайских покупателей на международном рынке, необходимо отметить рекордные объемы сделок в первом квартале 2016 году, о котором упоминалось ранее.

Подводя итоги, необходимо отметить, что 2015 год стал рекордным для рынка СиП Китая. Суммарная стоимость сделок увеличилась на 84% до \$734 млрд. Увеличилось и количество сделок на 37%. Рост рынку обеспечили все сегменты, что свидетельствует об активности всех игроков. За 2015 год было зафиксировано рекордное количество сделок выше \$1 млрд. – 114.

За последние несколько лет изменилась география китайских слияний и поглощений: в настоящее время компании из поднебесной интересуются целями из высокоразвитых стран. Меняется и отрасли экономики, в которых

функционируют поглощаемые компании: все чаще целями китайских приобретателей становятся компании из финансового сектора и высоких технологий.

### 3.3. Факторы проведения успешной трансграничной сделки слияния и поглощения с участием китайской компании

Транснациональные компании сегодня чаще обращаются к СиП как средство для достижения своих планов экспансии Китая. Но поиск подходящего кандидата на приобретение может быть сопряжен с рядом трудностей, и иностранные менеджеры часто ошибались из-за незнания Китая: его уникальных деловых, культурных и нормативно-правовых условий.

Транснациональные компании, стремящиеся удовлетворить акционеров бесконечным потенциалом для роста доходов все чаще обращаются к расширению рынков сбыта путем трансграничных слияний и поглощений. Неудивительно, что Китай, как правило, входит в их списки. Своей сильной экономикой и постепенным дерегулированием рынка руководство КНР сделали страну магнитом для транснациональных корпораций, желающих расширить свое присутствие. При этом все больше и больше компаний смотрят на Восток, чтобы заменить потерянные возможности роста в домашних материках. В результате, рынок СиП в Китае активно развивается в последние годы.

В связи со снижением порогов входа на рынок, а так же увеличением свободного капитала на локальных рынках, многие транснациональные корпорации планируют приобретение активов в Китае. В результате рынок сделок СиП в Китае имеет следующие тенденции:

1. Стабильный рост

2. Распространение по гораздо более широкому спектру отраслей, от энергетики до производства услуг (в том числе розничной торговли, финансовых услуг, туризма и страхования)

3. Общим и в государственном и частном секторах;

4. Ориентированность как на проблемные компании, так и на лидеров индустрии

5. Повышение внимания на структуру собственности и управление приобретенных компаний со стороны государства.

Несмотря на позитивную динамику рынка СиП в Китае, большая часть подобных сделок с участием китайской стороны и участником из другой страны проваливается. После комплексной программы исследований, аналитическая компания Booz & Company выделила основные аспекты, изучение которых даст положительный эффект трансграничной сделки СиП с участием китайской компании.

1. Определение цели сделки

Компаниям необходимо понять заранее, что они хотят достичь от сделки китайской компанией. Некоторые сделки являются средством проникновения на новые рынки, а не просто увеличению прибыли. Другие, корпоративные приобретения, рассчитаны на привлечение новых клиентов и получение маркетинговых возможностей, а также чтобы повысить темпы роста за счет устранения конкурентов.

Какой бы ни была мотивация, компании никогда не должны бросаться в слияние, не понимая его реальных целей. Слепая погоня за более высокими доходами является типичной ошибкой в неудачных СиП. Менеджеры должны тщательно подумать о том, как определить цель приобретения.

2. Сбор максимального количества информации

Успешные сделки всегда являются результатом комплексных исследований и сбора данных. Покупатели должны смотреть за пределы очевидного. Сила капитала цели приобретения и издержки слияний и поглощений, безусловно, важные вопросы, но есть и множество других факторов, которые необходимо изучить, начиная с будущего капитала, необходимого для достижения планируемых доходов объединенной компании. Случайно выбранные “дешевые” цели не приведут к успешному слиянию. Поэтому компании должны постоянно анализировать и проверять свои исследования потенциальных целевых показателей с целью обеспечения соответствия их стратегическим целям. По информации Thomson/reuters крупные ТНК тратят около 70% времени сделки СиП на сбор и анализ информации. Поскольку хорошие стратегии базируются в основном на обширных исследованиях, Компании-приобретатели в первую очередь должны стать экспертами в своей целевой компании. После этого они должны проанализировать ее финансовое положение, технологическое развитие, и долю на рынке (как для себя, так и компании-цели). После этого, информация может быть совместно проанализирована и проверена, чтобы обеспечить лучшее понимание потенциальных трудностей в объединении двух компаний.

### 3. Соответствие реальности амбициям

До начала сделки высшее руководство компании должно создать набор принципов работы объединенной компании. Это должно быть больше, чем просто стандартная “долгосрочная стратегия”— данные принципы также должны определять важные корпоративные задачи, такие как дальнейшие интеграции, характер и масштабы будущих деловых союзов и пр. Если реальность сделки не соответствует амбициям, изложенным в этих принципах, тогда возникает повод задуматься о целесообразности сделки.

### 4. Концентрация на регулировании

Иностранные инвесторы могут работать не во всех секторах китайской экономики из-за действующих норм регулирования. Кроме того, политика

правительства постоянно меняется, так что иностранные игроки должны быть в курсе новых законов, положений и распоряжений, а также того, как они могут повлиять на перспективы в конкретной сделке. Невыполнение этого требования может привести к огромным потерям, в случае если регулирующие органы откажутся давать свое одобрение. Кроме того, помимо государственных правовых норм, необходимо внимательно изучать правовую базу провинции, в которой базируется приобретаемая компания.

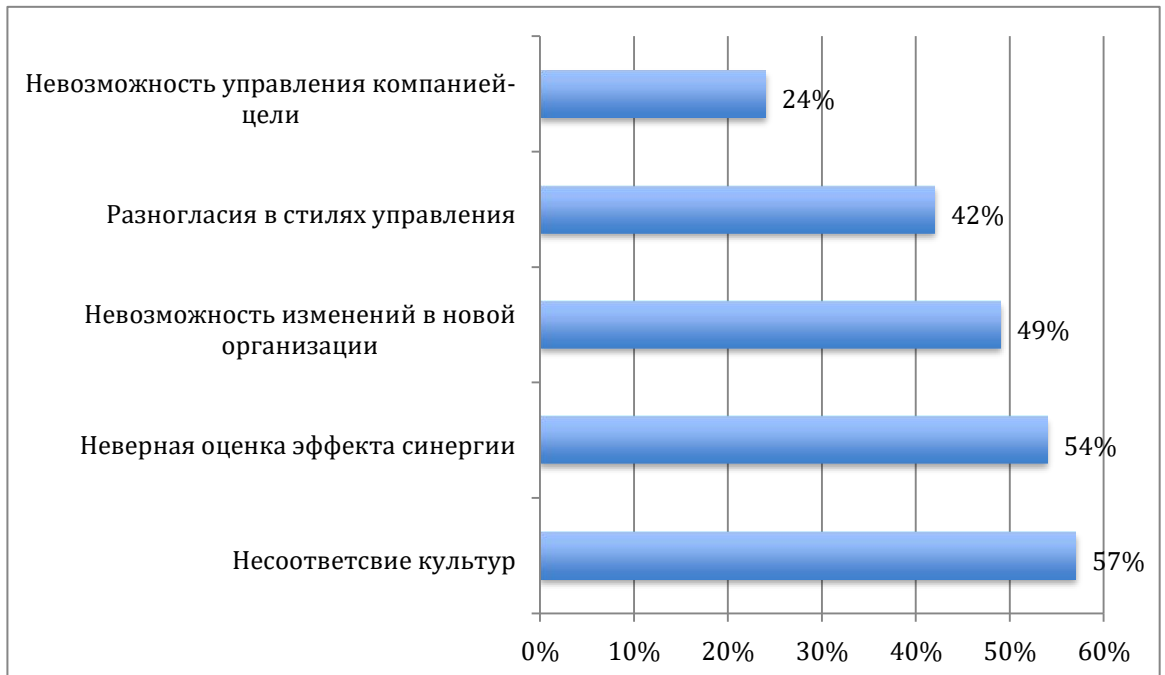


Рисунок 3.4 – Основные причины неудачных сделок слияний и поглощений с участием китайских компаний.

Источник: [41]

## 5. Быть готовым к кросс-культурным различиям

Учитывая большие культурные различия между Востоком и Западом, неудивительно, что неудачи деловых слияний между китайскими и иностранными компаниями часто вызваны несоответствием двух различных корпоративных культур (рисунок 3.4). Несмотря на это, культурная интеграция часто не является приоритетом для иностранных руководителей.

Даже те, кто пытается решить эту проблему редко понимают, как действовать эффективно.

#### 6. Сфокусироваться на различия в бизнес-моделях

Транснациональные корпорации, ориентированные на стандартизацию бизнес-моделей и процессов в различных регионах, часто пытаются применять свои текущие модели для новой, интегрированной компании. Очень немногие из них делают усилия, чтобы сохранить местные нормы и обычаи в результате слияния (рисунок 3.5), хотя это зачастую может значительно улучшить показатели деятельности компании.

Таблица 3.2

Сравнение западных и китайских норм ведения бизнеса

Бизнес-практика	Нормы западных компаний	Нормы китайских компаний
Снабжение	Конкурентный выбор поставщиков	Принцип “Гуаньси”
Делегирование полномочий	Предпочтение децентрализации	Централизация полномочий у 1-2 человек
Надежность данных	Существование норм отчетности	Отсутствие систем учета данных
Трудовые ресурсы	Делегирование зон ответственности	Иерархический подход
Оценка деятельности	Система KPI	Основана на личных отношениях и симпатиях



Коммуникации	Открытая двусторонняя коммуникация	Ориентирование на инструкции и положение
--------------	------------------------------------	--

Источник: [41]

#### 7. Учет специфики взглядов местных рабочих

Западные компании часто пытаются обеспечить плавную интеграцию, требуя, чтобы местный персонал перенимал западные стандарты и процессы управления. В реальности же, большинство местных китайцев слабо информированы о Западе. Новое мышление и методики будут чужды им без обширного инструктажа и обучения. Без этого невозможно будет избежать различных недоразумений, разочарований и конфликтов. Поэтому иностранные компании должны понимать, что успешный бизнес в Китае строится не за один день. Этот процесс требует огромного терпения, систематической подготовки и формального и неформального коучинга.

Лучший способ справиться с рядом проблем на начальном этапе сделки СиП с китайской компанией является надежная программа по управлению человеческими ресурсами. Удержание нужных людей имеет решающее значение для слияний китайских предприятий. Местная иерархическая структура способствует формированию сильных лидеров на вершине управленческой пирамиды. Кроме того, такие руководители, как правило, имеют тесные отношения с государством, и различные контакты поставщиков, а также доступ к конфиденциальной корпоративной информации. Таким образом они являются необходимыми для обеспечения стабильности и координации новой компании, особенно в течение переходного периода после присоединения.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основании проведенной работы можно сделать следующие выводы:

В мировой науке представлены несколько подходов к определениям «слияние» и «поглощение». Например, западные ученые практически отождествляют данные понятия. В свою очередь в российской научной школе принято строго разделять эти понятия, но тем не менее изучать единый рынок слияний и поглощений

Мотивы проведения сделок по слияниям и поглощениям можно разделить на 3 основные группы: усиление рыночной власти, сокращения маркетинговых и прочих расходов, связанных со сбытом продукции, и выгоды, возникающие от так называемого синергитического эффекта.

Процесс проведения сделок по слияниям и поглощениям сопряжен с большим количеством рисков. Текущие исследования показывают, что около 70% неудавшихся сделок слияний и поглощений провалились именно по вине неграмотного риск-менеджмента. Тот же показатель для трансграничных сделок СиП превышает 85%. В связи с этим при проведении подобных сделок необходимо максимально сосредоточиться на процессе сбора и анализа информации.

Процесс регулирования рынка СиП в западных странах достаточно либерален, однако регулирующие органы внимательно следят за рыночной силой конечного предприятия. США, Великобритания и ЕС опираются на индекс Херфиндаля-Хиршмана. Данные страны являются лидерами по объемам сделок на рынке СиП, а их законодательная база в том или ином виде взята за основу в большинстве стран мира.

В целом, 2015 год стал рекордным по общему объему сделок, который вырос на 32% по сравнению с предыдущим годом, и составил \$4.7 трлн. Более трети объема всех сделок пришлось на трансграничные сделки. Наибольшая доля потраченных на слияния и поглощения средств была направлена в сферы

здравоохранения, энергетики и высоких технологии. Наиболее активным регионом на данном рынке является Северная Америка, за счет США. Объем рынка США составил \$2,3 трлн в 2015 году, увеличившись на 64% по сравнению с уровнем активности в течение 2014 года. Данный показатель так же является наивысшим с 1980 года.

Регулирование сделок слияний и поглощений в Китае отличается высоким уровнем вовлеченности государства в данный рынок по сравнению с западными странами. Для совершения подобной сделки требуется уведомление органов регулирования. Так же существует ряд отраслей, которые закрыты для зарубежных инвесторов. Если сумма сделки превышает \$1 млрд., то для ее совершения необходимо одобрение со стороны правительства республики. В 2014 г. приняты новые правила, облегчающие процесс поглощений зарубежных компаний китайскими. В этих правилах снимается ряд обязательных государственных подтверждений на некоторые виды сделок трансграничных СиП. В целом в последние годы наблюдается либерализация законодательного регулирования СиП в Китае, что позитивно сказывается на росте их количества и стоимостного объема, однако роль государства в этом процессе все еще остается на высоком уровне.

необходимо отметить, что 2015 год стал рекордным для рынка СиП Китая. Суммарная стоимость сделок увеличилась на 84% до \$734 млрд. Увеличилось и количество сделок на 37%. Рост рынку обеспечили все сегменты, что свидетельствует об активности всех игроков. За 2015 год было зафиксировано рекордное количество сделок выше \$1 млрд. – 114.

За последние несколько лет изменилась география китайских слияний и поглощений: в настоящее время компании из поднебесной интересуются целями из высокоразвитых стран. Меняется и отрасли экономики, в которых функционируют поглощаемые компании: все чаще целями китайских приобретателей становятся компании из финансового сектора и высоких технологий.

Анализ факторов, необходимых для проведения успешной сделки СиП с участием китайской компании, показал, что лучшим способ справиться с рядом проблем в процессе подобной сделки является подготовка не только с точки зрения сбора информации о китайской компании-участнике, но и тщательное изучение особенностей китайской бизнес-модели и культурных особенностей страны. По мнению экспертов, упущение этого аспекта является причиной половины неудавшихся сделок по слияниям и поглощениям с участием китайских компаний.

В целом, китайский рынок слияний и поглощений можно характеризовать, как активно развивающуюся систему. Интерес инвесторов со всего мира к Китаю увеличивается с каждым годом. Несмотря на ряд трудностей, связанных как с регулированием данного рынка властями республики, так и с особенностями менталитета и культуры, Китай продолжает наращивать свое влияние в качестве игрока на глобальном рынке слияний и поглощений.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

БРИКС – Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР;

ВВП – валовой внутренний продукт;

ВТО – всемирная торговая организация;

ЕС – Европейский союз;

ИТ – информационные технологии;

НИОКР – научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы;

НКРР – Национальная комиссия развития и реформ;

ООН – организация объединенных наций;

ОЭСР – организация экономического сотрудничества и развития;

СиП – слияний и поглощений;

СП – совместное предприятие;

ШОС – Шанхайская организация сотрудничества.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Абрамова, Л.Д. Слияния и поглощения как инвестиционная стратегия зарубежных и российских корпораций /Л.Д. Абрамова- М.: Государственный университет управления, 2015- 350 с.
2. Арутюнова, К.Г. Способы защиты от недружественных поглощений в США / К.Г. Арутюнова. //Право и политика. – 2011. -№ 9. - С. 46-55.
3. Бланк, И.А. Управление финансовой стабилизацией предприятия / И. А. Бланк. - Киев: Пика- Центр, Эльга, 2013- 496 с.
4. Валюхов, С.Г. Интеграции – важный фактор развития обороннопромышленного комплекса / С.Г. Валюхов, Б.Э. Гаджиметов, Е.М. Часов // Конверсия в машиностроении. – 2011. – No 2. – С. 56–61.
5. Валюхов С.Г. Синергетический эффект интегрированных структур /С.Г. Валюхов, Б.Э. Гаджиметов, Е.М. Часов // Вестн. Воронеж. гос. унта. Сер. Экономика и управление. – 2013. – No 2. – С. 56–59.
6. Владимирова, И.Г. Слияния поглощения компании: характеристика современной волны / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 2012. – No 1. – С. 26–41.
7. Гомцянь, С. В. Урегулирование конфликтов интересов в российском праве в рамках публичных поглощений / С.В. Гомцянь//Предпринимательское право. - 2011. - № 1. - С. 8-13.
8. Гончарова, Э.А. Инвестиционный механизм слияния и поглощения предприятий корпоративного типа / Э.А. Гончарова, В.В. Погодина. - СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2012. -271 с.
9. Гохан, Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний: пер. с англ. / Патрик Гохан. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2015. - 741 с.

10. Депаμφилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы: пер. с англ. / Д. Депаμφилис. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014. - 960 с.
11. Долинская, В.В. Поглощения и реорганизация / В.В. Долинская // Гражданское право. - 2015.-№ 1,-С. 24-26.
12. Долинская, В.В. Актуальные вопросы поглощения и реорганизации / В.В. Долинская // Юрист. - 2012. -№ 4. - С. 16-19.
13. Жданов, Д.В. Реорганизация акционерных обществ в России / Д.В.Жданов. - М.: Статут, 2013. - 207 с.
14. Жуков, А.А. К вопросу о понятии «поглощение» юридических лиц / А.А.Жуков. // Законодательство и экономика. - 2012. -№ 2. -С. 56-57.
15. Игнатишин, Ю. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю. Игнатишин. - СПб.: Питер, 2015. - 208 с.
16. Клейнер, Г.Б. Системная парадигма и теория предприятия / Г.Б. Клейнер // Вопросы экономики. 2012. – No 10. – С. 47–69.
17. Кони́на, Н.Ю. Слияния и поглощения в конкурентной борьбе международных компаний / Н.Ю. Кони́на. - М.: ТК «Велби», Изд-во «Проспект», 2015. - 152 с.
18. Коптелов, О. В. Особенности слияний и поглощений в транзитивной экономике России: автореф. дис. ... канд. экон. наук / О.В. Коптелов. - Челябинск, 2014. - 26 с.
19. Мезенцева, О.В. Механизм трансформации предприятий в форме их слияний и поглощений в российских условиях: автореф. дис...канд. экон. наук/ О. В. Мезенцева. -Екатеринбург, 2013. -23 с.
20. Могилевский, А. С. Слияния и присоединения акционерных обществ по российскому законодательству: автореф. дис. ... канд. юрид. наук / А. С. Могилевский. - М., 2016. - 32 с.

21. Молотников, А.Г. Слияния и поглощения: российский опыт / А.Г. Молотников. - М.: Вершина, 2015. - 339 с.
22. Мусатова, М.М. Динамика слияний и поглощений в РФ: факторы, мотивы, взаимосвязи / М. М. Мусатова. - Новосибирск: ИЭОПП СО РАН, 2016. - 180 с.
23. О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий: Указ Президента РФ от 16.11.1992 № 1392 // Российская газета. - 1992- 20 нояб.
24. О некоторых вопросах применения федерального закона «Об акционерных обществах»: Постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2013 № 19. // Вестник ВАС РФ.-2014,-№ 1.
25. Петренко, Ю.Г. Развитие стратегий слияний и поглощений российских промышленных компаний: автореф. дис. ... канд. экон. наук /Ю.Г. Петренко. - М., 2014. - 23 с.
26. Рудык, Н.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н.В. Рудык, Е.В. Семенко- ва. - М.: Финансы и статистика, 2011. - 456 с.
27. Радыгин. А, Рынок слияний и поглощений: новые теоретические подходы / А. Радыгин, Р. Энтов // Экономическая политика. – 2012. – No 5.– С. 67–91.
28. Риски слияний и поглощений [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.politlab.org/\\_chomko/chomko2.pdf](http://www.politlab.org/_chomko/chomko2.pdf) (дата обращения 21 мая 2016 г.).
29. Савчук, С.В. Анализ результатов слияний и поглощений зарубежных компаний, причины неудачи и способы уменьшения риска сделок / В.С. Савчук // Менеджмент в России и за рубежом. – 2013. – No 1. – С. 27–41.
30. Сделки по слиянию и поглощению на рынке с повышенными рисками: Проблемы и возможности для предприятий нефтегазовой отрасли //



- Делойт. 2011. – 9 с. Режим доступа: [http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/energy-resources/RU\\_CIS-Oil-and-Gas-Industry-Expertise-withEnergy\\_2012.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ru/Documents/energy-resources/RU_CIS-Oil-and-Gas-Industry-Expertise-withEnergy_2012.pdf) (дата обращения 21 декабря 2015 г.).
31. Слияния и поглощения: выгоды и риски [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.hrportal.ru/article/sliyaniya-i-pogloshcheniyavygody-i-riski> (дата обращения 1 июня 2016 г.).
32. Уваров, В.В. Слияния и поглощения в свете современных технологий конкуренции (сделки СиП в системе факторов повышения конкурентоспособности компании) / В.В. Уваров // Менеджмент в России и за рубежом. – 2015. – No 2. – С. 38.
33. Устранение рисков при слияниях и поглощениях (часть 1) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.psj.ru/saver\\_magazines/detail.php?ID=17648](http://www.psj.ru/saver_magazines/detail.php?ID=17648) (дата обращения 19 мая 2016 г.).
34. Завьялова, Е. Международные слияния и поглощения : опыт Запада / Е. Завьялова, Е. Этокова. М. : Рант, 2003.
35. Иванов, Ю. В. Слияния, поглощения и разделение компаний : стратегия и тактика трансформации бизнеса / Ю. В. Иванов. М. : Альпина-Паблишер, 2001.
36. Ильин, М. С. Финансово-промышленная интеграция и корпоративные структуры : мировой опыт и реалии России / М. С. Ильин, А. Г. Тихонов. М. : Альпина- Паблишер, 2002.
37. Ashley D et al. Guide to Risk Assessment and Allocation for Highway Construction Management // U.S. Department of Transportation. 2012. 73 p. Режим доступа: [international.fhwa.dot.gov/riskassess/pl06032.pdf](http://international.fhwa.dot.gov/riskassess/pl06032.pdf) (дата обращения 3 марта 2016 г.).

38. China's new regulation on foreign m&a: green light or red flag? // Hui Huang. 2007. 12p. Режим доступа: [http://www.unswlawjournal.unsw.edu.au/sites/default/files/46\\_huang\\_2007.pdf](http://www.unswlawjournal.unsw.edu.au/sites/default/files/46_huang_2007.pdf) (дата обращения 13 марта 2016 г.).
39. Creating More Value for Chinas M&A // AT Kerney. 2015. 9p. Режим доступа: <https://www.atkearney.com/documents/10192/5677643/Creating+More+Value+for+Chinas+M%26A.pdf/f2d8e2ca-9a4e-4135-8ebe-696e5074f8b3> (дата обращения 4 мая 2016 г.).
40. Deal advisory M&A predictor // KPMG. February 2015. 7 p. Режим доступа: <http://www.kpmg.com/SG/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Advisory-MA-KPMG-MA-Predictor-Feb-2015.pdf> (дата обращения 7 марта 2016).
41. Greater China outbound M&A 2015 spotlight // Deloitte. 2016. 70p. Режим доступа: <http://www2.deloitte.com/cn/en/pages/international-businesssupport/articles/2015-greater-china-outbound-ma-spotlight.html> (дата обращения 23 мая 2016 г.).
42. International standard IEC/FDIS 31010. // ISO. 2009. 74 p. Режим доступа: [http://www.iso.org/iso/ru/catalogue\\_detail?csnumber=51073](http://www.iso.org/iso/ru/catalogue_detail?csnumber=51073) (дата обращения 25 мая 2016 г.).
43. Kengelbach J et al. Divide and Conquer. How successful M&A deals split the synergies. // Boston Consulting Group. 2013. 18 p. Режим доступа: [www.bcg.de/documents/file130658.pdf](http://www.bcg.de/documents/file130658.pdf) (дата обращения 9 мая 2016 г.).
44. Mergers & acquisitions review 2015 // Thomson Reuters. 2016. 24 p. Режим доступа: [share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q15-(E).pdf) (дата обращения 17 мая 2016 г.).

45. Mergers & acquisitions review 2014 // Thomson Reuters. 2015. 24 p. Режим доступа: [share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q14-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q14-(E).pdf) (дата обращения 17 мая 2016 г.).
46. Mergers & acquisitions review 2013 // Thomson Reuters. 2014. 25 p. Режим доступа: [share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q13-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-4Q13-(E).pdf) (дата обращения 17 мая 2016 г.).
47. PwC China M&A 2015 Review and 2016 Outlook // PricewaterhouseCoopers. 2016. 37 p. Режим доступа: [http://www.pwccn.com/home/eng/ma\\_press\\_briefing\\_jan2016.html](http://www.pwccn.com/home/eng/ma_press_briefing_jan2016.html) (дата обращения 3 марта 2016 г.).
48. PwC China M&A 2014 Review and 2016 Outlook // PricewaterhouseCoopers. 2015. 38 p. Режим доступа: [http://www.pwccn.com/home/eng/ma\\_press\\_briefing\\_jan2015.html](http://www.pwccn.com/home/eng/ma_press_briefing_jan2015.html) (дата обращения 3 марта 2016 г.).
49. 年 2015 中国企业并购市场回顾 与 2016 年展望 // PricewaterhouseCoopers. 2016. 36 p. Режим доступа: [http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635893311472912475\\_ma\\_press\\_briefing\\_jan2016.pdf](http://www.pwccn.com/webmedia/doc/635893311472912475_ma_press_briefing_jan2016.pdf) (дата обращения 12 июня 2016 г.).
50. 年 2015 中国并交易新高：高科技受 金融冷清 // finance.shina.com. Режим доступа: <http://finance.sina.com.cn/stock/s/2015-12-25/docifxmykrf2299668.shtml> (дата обращения 12 июня 2016 г.).