

## МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

УДК 339.9

*Н. В. Пахомова*

### РЕГУЛИРОВАНИЕ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В США И ЕС: ЭКОНОМИКО-ПРАВОВЫЕ РАМКИ, СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ, УРОКИ ДЛЯ РОССИИ

#### Введение

В России в последние годы активизировались усилия по модернизации различных направлений государственной политики, включая меры по поддержке конкурентной среды и развитию эффективно действующего предпринимательства. Результатом этих усилий стало, в частности, принятие после относительно продолжительного и активного обсуждения ФЗ о торговле [1], положения которого в настоящее время проходят практическую апробацию. Данная проблематика продолжает находиться в поле внимания не только академических работников и представителей политических кругов, депутатского корпуса, но и бизнеса, а также, разумеется, населения. Новые импульсы для повышения общественного интереса к государственному регулированию конкурентной среды проистекают и из специфических условий посткризисного восстановления экономики, для которого характерны существенные сдвиги в отраслевой структуре, активизация под воздействием изменяющихся рамочных условий процессов реструктуризации и консолидации бизнеса, освоение им новых рынков, изменение форм организации бизнес-процессов и т. п.

Составным звеном государственной политики по поддержке конкуренции и развитию эффективного предпринимательства является регулирование сделок слияний и поглощений (М&А). Данный рынок после определенного затишья, вызванного кризисной ситуацией, стал демонстрировать возрастающую активность. Эта активность наблюдается практически повсеместно, включая рынки США, ЕС, а также России<sup>1</sup>. Выработка сбалансированных подходов к регулированию сделок М&А имеет принципиальное значение,

---

**Надежда Викторовна ПАХОМОВА** — д-р экон. наук, профессор кафедры экономической теории СПбГУ. Окончила Экономический факультет ЛГУ. В 1974 г. защитила кандидатскую, в 1988 г. — докторскую диссертации. Автор 168 научных работ (в том числе на английском, немецком и украинском языках) по современной экономической теории, экономике природопользования и экологическому менеджменту. В рамках международных проектов проходила повышение квалификации в университетах г. Тюбинген, Кёльн, Франкфурт/Одер (Германия), Вена (Австрия), читала лекции в вузах Германии, Словении, Уругвая и Белоруссии. Осуществляла руководство с российской стороны рядом исследовательских грантов с зарубежными вузами-партнерами, включая Европейский Университет Виадрины (Германия), Университет Осло (Норвегия). Член-корреспондент Российской академии естественных наук и действительный член Академии гуманитарных наук. Почетный работник высшего профессионального образования РФ. Член Российского отделения международного общества экологической экономики.

© Н. В. Пахомова, 2010

прежде всего, в целях поддержки конкурентного процесса, предотвращения проявлений монополизма в экономике и злоупотребления компаниями своим доминирующим положением. Вместе с тем в ходе регулирования этих процессов государство не должно упускать из вида и вторую задачу. Речь идет о создании благоприятных условий для формирования крупных национальных компаний, которые способны выигрывать конкурентные битвы и на международных рынках<sup>2</sup>. В условиях возрастающей глобализации политика поддержки конкуренции, включая такое ее составное звено, как регулирование сделок M&A, должна быть сбалансирована, обеспечивая реализацию обеих этих задач. В международной практике, включая прежде всего США и ЕС, накоплен определенный опыт реализации эффективных мер, с одной стороны, по противодействию проявлений монополизма в экономике, а с другой — по выращиванию компаний — лидеров международного уровня, способных в течение длительного времени демонстрировать высокую конкурентоспособность в соответствующих секторах национальной и мировой экономики. Этот опыт, как и его теоретическое осмысление, наряду с указанными выше обстоятельствами, заслуживает внимания со стороны российских специалистов и с учетом подготовки второго пакета изменений в законодательную базу конкурентной политики, когда особенно важной становится своеобразная «сверка часов» и с международной практикой в этой относительно новой для нашей страны области. В данной статье внимание будет сосредоточено на анализе концептуальных основ и методических приемов, лежащих в основе регулирования сделок слияний и поглощений в США и в странах ЕС, относящихся к числу ключевых для России зарубежных партнеров. С учетом полученных при этом результатов и сформулированных выводов будут осмыслены характерные особенности, свойственные российской практике в данной области, а также предложены возможные пути ее модернизации.

### **Регулирование сделок слияний и поглощений и формирование конкурентной среды в США**

В зарубежной практике государственная политика в области слияний и поглощений, как правило, является составным звеном политики поддержки конкуренции или анти-трестовской политики. Эта политика наряду с регулированием сделок M&A 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 [2]. 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. [3, с. 625–631]. Вместе с тем в экономико-правовом отношении контроль вертикальных ограничений не всегда вычленяется как самостоятельная область конкурентной политики<sup>3</sup>.

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 [4, Р. 13]. Прямое законодательное регулирование сделок M&A 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 [5, Р. 657–659].

В последующий более чем сорокалетний период (1968–2009 гг.) в области регулирования рынка M&A 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  $CR_4$ ). Суть ограничений на практике состояла в том, что если индекс концентрации  $CR_4$  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 M&A, 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 [6, 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 [7].

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 [3, 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 *HHI* 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 *HHI* 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 *HHI* в результате сделки увеличивается более чем на 100 пунктов, то сделка М&А, как правило, запрещается. В дополнении к этим параметрам было признано целесообразным учитывать степень свободы входа на рынке высококонцентрированных отраслей, проведение сделок М&А 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 М&А 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 [4, Р. 19].

Параллельно с данными процессами наблюдались и изменения в процедурах реализации антitrustовской 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 М&А. 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 М&А. В качестве *первого* из них антitrustовские 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 М&А 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 [9, р. 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 [10]. 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 М&А, 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, Р. 418].

Оценивая применяемые разными странами критерии одобрения сделок М&А, 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.

## **Регулирование сделок M&A в рамках ЕС: экономико-правовые рамки и современные тенденции**

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 трансакций 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 М&А, показывает, что они направлены на решение и ряда более конкретных задач. В их числе: упрощение процедуры оценки последствий М&А и усиление значения экономических индикаторов; повышение прозрачности процедуры; обеспечение прав компаний в случае вынесения отрицательного заключения. Процедура были выделены четыре этапа согласования сделок М&А, 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 [14].

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 М&А, 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 М&А 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) [16].

Одно из центральных мест в экономическом анализе горизонтальных сделок заняло завоевание компанией после проведения М&А 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 М&А, 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 М&А, 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 М&А 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 [17].

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 M&A российскими компаниями на телекоммуникационном и металлургическом рынках Евросоюза, а также в секторе авиаперевозок [18].

Важной вехой в регулировании сделок M&A 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/C). И он определяет порядок проведения и оценку допустимости сделок компаний, которые находятся на разных ступенях цепи создания стоимости, т. е. вертикальных M&A. 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 M&A 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 анти-трестовских 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.

### **Регулирование сделок M&A в контексте политики поддержки конкуренции: некоторые выводы и рекомендации для России**

Политика поддержки конкуренции и регулирования монополистической деятельности реализуется в России по направлениям, которые в целом сходны с вырабатываемыми в ведущих зарубежных странах и перечисленными в начале статьи. Что касается сделок по слияниям и поглощениям, то эти меры, являясь в нашей стране составным направлением политики антимонопольного регулирования, осуществляются, прежде всего, в форме государственного контроля над экономической концентрацией. Этот контроль регулируется статьями, образующими главу VII Федерального закона «О защите конкуренции» [22]. С учетом проведенного ранее в литературе подробного анализа правового регулирования конкурентной политики в России [11; 23; 24] сосредоточим далее с учетом ограниченных рамок статьи основные усилия на анализе внесенных в последние месяцы изменений и на оценке российской практики с позиции наблюдаемых в зарубежных странах новых тенденций.

Прежде всего, определенные изменения, включая более четкое оформление процедурных вопросов, были внесены в конце 2009 г. в законодательство о слияниях, присоединениях и разделах, в том числе в статьи 15–18, новой редакцией Федерального закона «Об акционерных обществах» [25]. В рассматриваемую нами сферу были внесены существенные изменения и вступившими в силу 23 августа 2009 г. поправками в антимонопольное законодательство России, которые получили у специалистов наименование «второго антимонопольного законодательного пакета» [1]. В целом они были направлены на либерализацию процессов слияний и поглощений. Так, произошло повышение

порогов доминирования по активам с 3,0 до 7,0 млрд рублей, а по обороту — с 6,0 млрд до 10,0 млрд рублей. Данные пороги, по оценкам представителей регулирующих органов, в перерасчете на валютный эквивалент, стали превышать аналогичные пороговые значения, используемые во многих странах ЕС и США. В результате ожидается двух-трехкратное снижение числа сделок, подлежащих согласованию в антимонопольном органе [26]. При этих рамочных условиях, по мнению главы Федеральной антимонопольной службы (ФАС) России, данное ведомство будет отслеживать лишь сделки самых крупных компаний типа Газпром.

В случае совершения сделок по слияниям и поглощениям к числу важных функций антимонопольных органов относится оценка воздействия данных сделок на конкурентную ситуацию на соответствующих товарных рынках. Эта оценка, как уже неоднократно подчеркивалось выше, имеет своими задачами предотвращение необоснованного роста концентрации, создающей благоприятные условия для устранения конкурентов, злоупотребления доминирующим положением, необоснованного повышения цен и т. п. С этой целью ФАС осуществляет контроль за наиболее крупными сделками, количественные параметры которых, как было отмечено, были существенно повышены «вторым антимонопольным законодательным пакетом». Однако в данном случае есть все основания согласиться с критическими комментариями по этому вопросу экспертов. Как следует и из зарубежного опыта, критерием вмешательства государственных органов является не сам по себе размер компании, ее активы и выручка, а именно факт потенциальной опасности воздействия сделок (прежде всего, горизонтальных) на конкурентный баланс в отрасли с высоким (до и после сделки) уровнем концентрации [27].

Сопоставление опыта регулирования сделок M&A в РФ и в ряде зарубежных стран и регионов позволяет отметить в них существенно более высокий уровень теоретико-экономического обоснования политики поддержки конкуренции в целом, как и сделок M&A, в частности. Так, отправным моментом рассмотрения государственными органами любой горизонтальной сделки M&A в США (такowymi, напомним, являются Министерство юстиции и Федеральная торговая комиссия) является правильное определение соответствующего рынка с учетом его продуктовых и географических границ. Следующий этап обоснования исходит из концептуальных идей экономики благосостояния относительно необходимости приращения в результате сделки совокупного излишка общества, включая излишек производителя и потребителя (в США), или, по меньшей мере, излишка производителя (Канада). Значительное внимание также уделяется концепции эффективной конкуренции и необходимости поддержания на соответствующих отраслевых рынках конкурентного баланса. Соблюдение этих требований рассматривается как важное условие, предотвращающее занятие новой фирмой доминирующего положения, что, в свою очередь, создает условия для концентрации в руках одной компании существенной монопольной власти (ЕС).

Для последовательного соблюдения этих требований, как и для выработки объективных индикаторов, задающих стандарт оценки сделок различного типа, в США и государствах Евросоюза применяется ряд количественных параметров уровня концентрации в отрасли (как правило, на базе индекса Херфиндаля–Хиршмана) до и после сделки. Вместе с тем эти первичные количественные параметры дополняются комплексным анализом конкурентной ситуации до и после сделок, включая их воздействие на динамику цен, объем производства, продуктовую линейку и т. п. Наряду с этим предусмотрен и мониторинг последствий сделок (по динамике курсовых акций, уровня цен), а также для обеспечения большей объективности возможно подключение к оценкам и обсуждению сделок,

подлежащих дополнительному согласованию, конкурентов и потребителей. Следует обратить внимание и на прозрачность самой процедуры согласования сделок, а также демократический контроль над этими транзакциями со стороны всех заинтересованных лиц, включая конкурентов и потребителей. Параллельно с этим в регионах с развитыми рынками M&A, в частности в ЕС, проводится анализ (в том числе эконометрический) вероятных ошибок, которые относятся к выносимым регулирующими органами решениям, с позиции их действительного воздействия на конкурентную ситуацию<sup>4</sup>.

Что касается России, то в ходе дальнейшей модернизации политики поддержки конкуренции в целом и регулирования сделок M&A, в частности, есть все основания учесть проанализированный в статье зарубежный опыт. Его творческое освоение, как представляется, будет служить формированию современной, научно обоснованной, верифицированной, исходящей из развитых экономико-математических методов и демократических прозрачных процедур, конкурентной политики, создающей необходимые рамочные условия для выращивания эффективных лидеров отечественного бизнеса.

---

<sup>1</sup> Об этом свидетельствуют данные по целому ряду регионов, включая Россию. По оценке экспертов, в нашей стране итоги первого полугодия 2010 г. показывают, что происходит восстановление активности на этом рынке, которая, правда еще не достигла пикового уровня 2007 г. Общее число сделок составило 225 сделок на 36,7 млрд долл. В отраслевом разрезе несомненным маркетмейкером первого полугодия 2010 г. была связь (19 сделок на 12,5 млрд долл.). Далее следовала химическая и нефтехимическая промышленность (8 сделок на 5,9 млрд долл.) при наличии на ближайшие месяцы высокого потенциала для горизонтальных сделок. На третьем месте были отрасли ТЭК (13 сделок на 3 млрд долл.), где, наоборот, преобладала вертикальная консолидация. В частности, наибольший интерес инвесторов вызывали нефтесервисные компании (интеграция вперед), а также предприятия по добыче коксующихся углей и нефтедобывающие компании (интеграция назад). К числу лидеров также относится пищевая промышленность (30 сделок на 2,7 млрд долл.), спрос на активы которой эксперты связывают с их невысокой стоимостью и слабой степенью консолидации в отрасли, позволяющей скупать независимых игроков [28].

<sup>2</sup> Характерным примером решения подобных задач является одобрение Министерством юстиции США в августе 2010 г. слияния американских авиакомпаний «United Airlines» и «Continental Airlines». Тем самым было дано добро на создание авиакомпании, которая, по оценкам прессы, станет крупнейшим в мире авиаперевозчиком, контролирующим 6% международного рынка авиаперевозок и более 20% внутреннего рынка США. Отметим, что в комментариях представители властей США переключили внимание на другие обстоятельства, отмечая, что предполагаемое слияние не должно привести к повышению цен и отмене рейсов, вследствие незначительности совпадений маршрутов этих авиаперевозчиков. Что касается Европейской комиссии (общеевропейского антимонопольного органа), то она одобрила сделку 27 июля 2010 г. на основании результатов проведенного ею исследования, согласно которому слияние авиакомпаний не будет препятствовать здоровой конкуренции в европейской экономической зоне [29].

<sup>3</sup> Это характерно, в частности, для законодательного оформления политики поддержки конкуренции в РФ, где нормы, относящиеся к вертикальным ограничениям в базовом ФЗ «О защите конкуренции», влетены в ряд его статей, не выступая тем самым в качестве самостоятельного объекта регулирования [24].

<sup>4</sup> В России вместе с тем публикуются данные по отказам в совершении сделок M&A, число которых в 2009 г. по сравнению с предшествующим годом возросло с 1,5 до 2%, а число предписаний — с 4 до 6% от общего числа рассмотренных случаев. К числу частых причин отказов относится непредставление сведений о конечных бенефициарах [26]. Однако, в отличие от опыта ЕС, при этом практически отсутствовал анализ последствий принимаемых антимонопольными органами решений.

---

1. Об основах государственного регулирования торговой деятельности в Российской Федерации: Федеральный закон № 381-ФЗ от 28 декабря 2009 г.

2. Kay J. A. Vertical restraints in European competition Policy // European Economic Review. 1990. Vol. 34. P. 551–561.

3. Пахомова Н. В., Рихтер К. К. Экономика отраслевых рынков и политика государства. М.: Экономика, 2009.

4. *Sudarsanam S.* Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges. Harlow: Pearson Education Limited, 2003.
5. *Carlton D. W., Perloff J. M.* Modern Industrial Organization. Boston, San Francisco, New York: Pearson Education, 2005.
6. *Гюхан П. А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
7. Horizontal Merger Guidelines (jointly issued April 2, 1992 and revised April 8, 1997). URL: <http://www.usdoj.gov/atr/public/guidelines/hmg.pdf>; <http://www.ftc.gov/bc/docs/horizmer.htm> (дата обращения: 01.09.2010).
8. *Cabral L.* Horizontal Mergers with Free Entry. Why Cost Efficiency May Be a Weak Defense and Asset Sales a Poor Remedy // International Journal of Industrial Organization. 2003. 21 (May). P. 607–623.
9. *Pepall L., Richards D., Norman G.* Industrial organization: contemporary theory and empirical application: 4-th ed. Blackwell Publishing, 2008.
10. Commentary on the Horizontal Merger Guidelines // US Department of Justice. Federal Trade Commission. March 2006.
11. *Jacobson D., Andreosso B.* Industrial Economics and Organization. European Perspective. London; Boston: McGraw-Hill Education, 2006.
12. Council Regulation (EC) № 139(2004) of 20 January 2004 «On the control of concentrations between undertakings (The EC Merger Regulation)» // Official Journal of the European Union. 29.01.2004. L.24/1 – 24/22.
13. *Neven D. J.* Competition Economics and antitrust in Europe // Economic Policy. 2006. October. Blackwell Publishing Limited. P. 753.
14. *Heim M.* Problems and process: European merger control and how to use it // Journal of Public Affairs. 2004. Vol. 4. N 1. P. 73–85.
15. Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentration between undertakings (2004/C) // Official Journal of the European Union. 02.05.2004. C 31/03 – 31/18.
16. *Alfter M., Bishop S., Mahr E.* New Horizontal Merger Guidelines. Plugging the Gap or Opening the Floodgates? // Business Law International. 2004. September. Vol. 5. N 3. P. 385–399.
17. *Livkque Fr.* Statistical Analysis of European Merger Control. Working Paper // Cerna, Centre d'эconomie industrielle Ecole Nationale Supэrlеure des Mines de Paris. 2006. June.
18. *Петрова В.* Европа под М&А-замком. Что могут купить на Западе в ближайшее время российские компании? // Слияния и поглощения. 2009. № 6. С. 16–21.
19. Guidelines on the assessment of non-horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentration between undertakings (2008/C 265/07) // Official Journal of the European Union. 18.10.2008. C 265/6–265/25.
20. SEC. Competition Police // European Policy Analyst. 2008. July.
21. *Kroes N.* Competition Policy and the crisis – the Commissions approach to banking and beyond // Competition Policy Newsletter. 2010. N 1.
22. О защите конкуренции: Федеральный закон № 135-ФЗ от 26.10.2006 (в редакции от 23.08.2009). М., 2010.
23. *Князева И. В.* Антиконтурентная политика в России: учеб. пособие: 2-е изд. М.: Омега-Л., 2009.
24. *Пахомова Н. В.* Современная конкурентная политика: теоретический анализ и опыт реализации (на примере ЕС и России) // Вестн. С.-Петербург. ун-та. 2008. Сер. 5: Экономика. Вып. 2. С. 3–24.
25. Об акционерных обществах: Федеральный закон № 208-ФЗ от 26.12.1995 (в редакции от 27.12.2009). М., 2010.
26. *Барковский А.* VI ежегодный Национальный форум «Слияния и поглощения в России»: кризисные тренды М&А и прогнозы-2010 // Слияния и поглощения. 2010. № 1–2. С. 31.
27. *Елисеев И.* Отдельные аспекты избыточного регулирования сделок со стороны антимонопольного органа // Слияния и поглощения. 2010. № 1–2. С. 40–41.
28. Российский рынок слияний и поглощений – итоги I полугодия 2010 года. URL: [rating.rbc.ru/article.shtml?2010/08/20/32930017](http://rating.rbc.ru/article.shtml?2010/08/20/32930017) (дата обращения: 01.09.2010).
29. В США будет создана крупнейшая в мире авиакомпания. URL: [top.rbc.ru/economics/29/08/2010/457598.shtml](http://top.rbc.ru/economics/29/08/2010/457598.shtml) (дата обращения: 01.09.2010).

Статья поступила в редакцию 22 ноября 2010 г.