

Рейдерство в России и за рубежом: **сравнительный анализ**

Татьяна Тормозова

начальник отдела стратегических исследований и разработок ОАО «ИК

«Еврофинансы»»

Алексей Логинов

ведущий аналитик отдела международных проектов ОАО «ИК

«Еврофинансы»»

В чем причина распространенности рейдерства, какие факторы определяют возможности его совершения, можно ли заимствовать опыт развитых стран в борьбе с рейдерами эти вопросы являются предметом статьи.

Слово «правонарушение» на российском рынке ценных бумаг прочно ассоциируется с масштабными захватами корпоративной собственности, «перетряхиванием» рынка корпоративного контроля, нарушением огромного количества законодательных актов ради обеспечения свободы распоряжения привлекательными активами бизнеса. Тем не менее рейдерство, как крайне агрессивная форма вмешательства в деятельность предприятия с нарушением ряда статей гражданского, уголовного и законодательного права, не является общепринятой практикой. Зарубежный опыт склонен связывать это понятие больше с санирующим (дисциплинарным) эффектом перехода бизнеса из рук неэффективного в руки эффективного собственника.

Опыт развитых стран по приведению практики слияний и поглощений в цивилизованную форму интересен для России. Однако даже в разгар ожесточенных столкновений рейдеров и собственников акционерных обществ количество правонарушений, которыми сопровождалась практика

рейдерских захватов, было несопоставимо с сегодняшней российской действительностью.

Волны рейдерства: пятая на Западе, вторая в России

Проблема рейдерских захватов на растущем рынке корпоративного контроля является одной из самых острых.

Первая волна рейдерства в России прокатилась в условиях массовой приватизации государственных предприятий в 1990-е гг. в отсутствие рынка корпоративного контроля как такового. Слияния и поглощения тогда осуществлялись неформальным путем с использованием грубых противозаконных методов, подставных компаний и фирм, финансировавших сделки. Это был огромный «рынок», охвативший 3/4 всех российских предприятий.

Российский рынок слияний и поглощений в 2002 г. оценивался в 5 млрд долл.¹, а по итогам 2006 г. — уже в 42,3 млрд долл.², из них 12,5% активов было вовлечено в текущие корпоративные конфликты с целью враждебного поглощения³. Как результат — проблема рейдерства является самой популярной темой для обсуждения.

ФСФР России еще в середине 2006 г. поставила задачу защиты от рейдерских захватов в разряд приоритетных, наряду с созданием Центрального депозитария. Ведомство разработало ряд предложений: рассмотрение корпоративных конфликтов в специализированных судах, государственная регистрация договора между эмитентом и реестродержателем, присутствие на общем собрании акционеров нотариуса, следящего за «правовой чистотой» процедур⁴. Не остаются в стороне Генпрокуратура и Счетная палата. Борьбой с рейдерством занялись

¹ Выступление Ю. С. Сизова «Рынок ценных бумаг РФ и города Москвы» на конференции «Проблемы экономической безопасности в условиях большого города» от 30 октября 2003 г.

Путилин Д., Братславская М. Итоги 2006 г. на рынке M&A: реванш частного бизнеса // Слияния и поглощения, № 1–2 (42–48), 2007. С. 18.

³ Рассчитано по данным статистики, см.: Путилин Д., Братславская М. Итоги 2006 г. на рынке M&A: реванш частного бизнеса // Слияния и поглощения. 2007. № 1–2 (42–48). С. 27.

⁴ По материалам доклада О. В. Вьюгина «Государственному финансовому контролю в России – 350 лет» на научно-практической конференции в Счетной палате Российской Федерации (<http://www.ach.gov.ru/news>).

координационные центры и межведомственные координационные советы экономической безопасности на уровне федеральных округов и субъектов Российской Федерации.

Не меньше волнует проблема рейдерских захватов и сравнительно благополучные в этом отношении страны. На волне трансграничных слияний и поглощений «по данным Thomson Financial, в 2006 г. компании объявили о 37 594 сделках на 3,8 трлн долл. против 38 711 сделок на 3,4 трлн долл., зафиксированных годом ранее. Число сделок на сумму более 5 млрд долл. впервые перевалило за 100»⁵.

Средства массовой информации США изобилуют обсуждением «пятой волны» рейдерства⁶. Современный рейдер предстает в виде крупного хедж-фонда (в настоящее время их насчитывается более 8 тыс.), обладающего активами более 1 трлн долл., а также амбициями и тактическими приемами для «раскачивания» механизма оперативного управления деятельностью компании, возможностью создавать временные коалиции по интересам. Такие группы рассматриваются законодательством США как объединение независимых инвесторов и не попадают под определение аффилированных лиц. Пользуясь значительной величиной активов, хедж-фонды только фактом своего присутствия в уставном капитале и заявлением о намерении стратегического участия в обществе сосредотачивают в руках контрольный пакет акций, не приводя в действие внутренние механизмы защиты от рейдерства, распространенные среди американских корпораций, например «ядовитые пилюли», удорожающие стоимость поглощения⁷.

⁵ Ведомости от 9 февраля 2007 г. № 23 (1797).

⁶ Предыдущая волна прошла в 1980—1990 гг. и связывалась с активным ростом экономики, использованием инструментов LBO и их финансированием через бросовые облигации (подробнее см.: Гохан Патрик А. Слияния, поглощение и реструктуризация компаний / Пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006).

⁷ «Ядовитые пилюли» — специальные ценные бумаги, эмитируемые компанией (в практике США) и размещаемые среди своих акционеров. В случае попытки враждебного поглощения (определяется чаще всего как сосредоточение в руках рейдера более 20% акций компании) они наделяют своих владельцев особыми правами. Тактика «ядовитых пилюли» заключается в том, чтобы сделать поглощение невыгодным (подробнее см.: Миркин Я. М., Миркин В. Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам / М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. С. 308; Рудык Н. Б. Методы защиты от враждебного поглощения / М.: Дело, 2006. С. 107.

Правовые механизмы защиты: у нас и за рубежом

Вопрос защиты от новых рейдеров ставится довольно остро, однако у участников есть готовый арсенал методов — ужесточение внутрикорпоративной дисциплины и противостояние попыткам передать больше полномочий по управлению компанией на уровень акционеров⁸. К сожалению, в России такими превентивными мерами дело не ограничится.

Закон Уильямса⁹, регулирующий рынок корпоративного контроля в США, в первую очередь требует, чтобы претенденты на участие в бизнесе компании сообщали о деталях их тендерного предложения в Комиссию по ценным бумагам США с соблюдением временных ограничений действия предложения, дающих возможность акционерам компании обдумать все «за» и «против» происходящего.

Аналогичный подход встречается и в российском законодательстве. В Законе об акционерных обществах есть *ряд статей*, напрямую направленных на *защиту* акционерных обществ от враждебных поглощений, в частности ст. 84, определяющая осуществление *порядка приобретения* одним лицом или совместно с аффилированными лицами *более 30, 50 и 75% акций акционерного общества*. Суть этих статей в том, что любое приобретение акций акционерного общества одним лицом или группой аффилированных лиц свыше 30% голосующих акций должно сопровождаться выставлением обязательной оферты о приобретении акций у акционеров с соблюдением всех предусмотренных условий (сроков, наличия банковской гарантии и времени действия оферты).

Существенным отличием выступает то, что в зарубежной практике рейдер действует в рамках существующего законодательства и использует *рыночные механизмы захвата*. В результате все законодательные и

⁸ см., например, Todd Henderson. The new corporate raider (www.typepad.com).

⁹ Закон Уильямса (Williams Act) — специальный нормативный акт, принятый в 1968 г. Был призван упорядочить рынок корпоративного контроля в части многочисленных поглощений компаний и тендерных предложений, а самое главное — защитить инвестора от ущерба, вызванного неожиданной сменой собственника компании или ее процедурами. Претенденты на участие в бизнесе той или иной компании должны были сообщать обо всех деталях их тендерного предложения в Комиссию по ценным бумагам США: условиях договора, источниках денежных ресурсов, которые они собираются использовать, намерениях относительно будущего компании после ее приобретения.

внутрикорпоративные приемы защиты от рейдерства направлены на ограничение возможности *несогласованной скупки акций* на открытом рынке, и именно поэтому они признаются действенными и эффективными.

В российских поглощениях, как правило, отсутствуют рыночные механизмы, поскольку большинство компаний непубличные, а контроль над компанией является результатом соединения законных и огромного арсенала противозаконных средств и методов. Можно выделить, по крайней мере, **29 статей Уголовного кодекса РФ¹⁰**, **31 статью Административного кодекса РФ¹¹** и бесчисленное множество нормативных положений гражданской системы права, которые нарушаются при организации рейдерских захватов в России. В результате эффект от внесения изменения в законодательство в части ст. 84 Закона об акционерных обществах можно признать ограниченным.

Рейдер глазами России и Запада

Теоретики развитых рынков достаточно хорошо изучили и обобщили богатую практику рейдерских захватов начиная с послевоенного времени

¹⁰ Например, ст. 145.1 «Организация промышленного шпионажа», ст. 158 «Кража», ст. 159 «Мошенничество», ст. 160 «Присвоение или растрата», ст. 163 «Вымогательство», ст. 165 «Причинение имущественного ущерба путем обмана или злоупотребления доверием», ст. 169 «Воспрепятствование законной предпринимательской или иной деятельности», ст. 170 «Регистрация незаконных сделок с землей», ст. 177 «Злостное уклонение от погашения кредиторской задолженности», ст. 179 «Принуждение к совершению сделки или к отказу от ее совершения», ст. 183 «Незаконное получение и разглашение сведений, составляющих коммерческую, налоговую или банковскую тайну», ст. 185 «Злоупотребления при эмиссии ценных бумаг», ст. 186 «Изготовление или сбыт поддельных денег или ценных бумаг», ст. 195 «Неправомерные действия при банкротстве», ст. 196 «Преднамеренное банкротство», ст. 201 «Злоупотребление полномочиями», ст. 202 «Злоупотребление полномочиями частными нотариусами и аудиторами», ст. 203 «Превышение полномочий служащими частных охранных или детективных служб», ст. 204 «Коммерческий подкуп».

¹¹ Например, ст. 14.12 «Фиктивное или преднамеренное банкротство», ст. 14.13 «Неправомерные действия при банкротстве», ст. 14.23 «Осуществление дисквалифицированным лицом деятельности по управлению юридическим лицом», ст. 15.11 «Грубое нарушение правил ведения бухгалтерского учета и представления бухгалтерской отчетности», ст. 15.17 «Недобросовестная эмиссия ценных бумаг», ст. 15.18 «Незаконные сделки с ценными бумагами», ст. 15.19 «Нарушение требований законодательства по раскрытию информации на рынке ценных бумаг», ст. 15.20 «Воспрепятствование осуществлению инвестором прав по управлению хозяйственным обществом», ст. 15.21 «Использование служебной информации на рынке ценных бумаг», ст. 15.22 «Нарушение правил ведения реестра владельцев ценных бумаг», ст. 15.28 «Нарушение правил приобретения более 30% акций открытого акционерного общества», **ст. 19.1 «Самоуправство»**, ст. 19.5 «Невыполнение в срок законного предписания органа, осуществляющего государственный надзор», ст. 19.8 «Непредставление ходатайств, уведомлений в антимонопольный орган», ст. 19.21 «Несоблюдение порядка государственной регистрации прав на недвижимое имущество или сделок с ним», ст. 19.23 «Подделка документов, штампов, печатей или бланков, их использование, передача либо сбыт» (*названия статей приводятся в сокращении*).

(1940-е гг.) до 1980-х гг. — периода серьезного ужесточения требований к законным процедурам слияний и поглощений компаний и усиления ответственности в области корпоративного контроля.

Теория говорит о том, что в случае враждебного поглощения акции компании-цели скупаются *на открытом рынке* либо у ее акционеров вопреки воле и желанию основных собственников бизнеса. При дружественном поглощении предложение о покупке бизнеса адресуется менеджерам компании-цели. В российской действительности указанная теория претерпевает существенные модификации (табл. 1).

Таблица 1. Теоретические основы рейдерства

Рейдерство за рубежом	Рейдерство в России
Unfriendly takeover of a company — приобретение контрольного участия в акционерном обществе <i>против желания</i> другой контролирующей стороны, высшего менеджмента компании ¹²	Враждебное поглощение — установление юридического и фактического контроля над предприятием (его производственными активами), несмотря на отсутствие согласия собственника либо <i>вынуждение последнего на дачу такового</i> ¹³
«Жесткое», недружественное, враждебное поглощение — компания-покупатель делает тендерное предложение непосредственному акционеру компании-цели (<i>минуя менеджмент</i>) либо <i>скупает</i> крупные пакеты акций на <i>вторичном рынке</i> ¹⁴	Действия компании-агрессора (рейдера) сводятся не к выдвиганию предложения на фондовом рынке, а к достижению контроля над компанией <i>любыми, в большинстве случаев противозаконными средствами</i> и методами ¹⁵
Corporate raider — физическое или юридическое лицо, которое систематически выдвигает <i>тендерное предложение</i> на контрольный пакет обыкновенных голосующих акций компании; после	Если с использованием <i>незаконных способов</i> смещается <i>добросовестный (эффективный) собственник</i> или <i>менеджер</i> и при этом лица, захватившие корпоративный контроль, не могут обеспечить

¹² Миркин Я. М., Миркин В. Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. С. 409.

¹³ Грачев В. Враждебные поглощения: типология и способы защиты // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2006. № 7.

¹⁴ Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М., 2003. - С. 58.

¹⁵ Молотников А. Е. Слияния и поглощения. Российский опыт / М.: Вершина, 2007. С. 16.

приобретения контрольного пакета инициирует процедуру ликвидации этой компании; разбивает компанию на части и распродает их со сверхприбылью ¹⁶	должный уровень эффективности для общества или прилагают усилия к прекращению бизнеса и распродают его активы, то эти действия могут быть определены как рейдерство ¹⁷
---	--

В российской практике также сохраняется общий принцип деления поглощения на дружественное и враждебное, однако достижение контроля не сводится к покупке акций, а распространяется на **любые действия**, направленные на получение аналогичного результата.

Таким образом, в российской практике **рейдерство** — это значительное по тяжести правонарушение, которое определяется в первую очередь нормами **уголовного права** и носит **комплексный и индивидуальный характер**.

Правонарушитель (рейдер) разрабатывает схему захвата с максимальным учетом **внешних и внутренних факторов** — слабых сторон деятельности акционерного общества (табл. 2), а затем корректирует ее по результатам исполнения. В результате каждая попытка враждебного захвата **уникальна по набору действий** (табл. 3).

Таблица 2. **Внешние и внутренние факторы деятельности акционерного общества, которые учитывает рейдер**

Внешние факторы	Внутренние факторы
Наличие «пробелов» в законодательной базе, позволяющей нарушать общепринятые нормы ведения бизнеса без наступления административной/уголовной ответственности ¹⁸ .	Высокая доля предприятия в отрасли. Привлекательное географическое расположение. Наличие дорогих земельных участков. Обладание уникальными технологиями, дорогостоящей техникой, оборудованием, иными привлекательными материальными и нематериальными активами и т. д.

¹⁶ Рудык Н. Б. Методы защиты от враждебного поглощения. М.: Дело, 2006. С. 34.

¹⁷ Миркин Я. М. и др. Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба. Справочник для сотрудников правоохранительных органов / Под ред. Г. С. Полтавченко. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 555—556.

¹⁸ Например, положение законодательства о крупных сделках и сделках с заинтересованностью квалифицирует сделку как крупную, если ее величина составляет не менее 25% стоимости активов, т. е. проведение сделки размером в 24% стоимости активов обойдется рейдеру гораздо дешевле при том же эффекте.

<p>Наличие или отсутствие административной поддержки, позволяющей ускорять процедуры выдачи официальных решений, разрешений, подтверждений и иных документов.</p> <p>Наличие «союзников», заинтересованных в устранении конкурента в лице захватываемого общества.</p> <p>Оперативность рассмотрения дел в судебных инстанциях</p>	<p>Перспективы развития бизнеса, его инвестиционная привлекательность, наличие дочерних и зависимых обществ, филиалов и представительств.</p> <p>Репутация и известность, уровень корпоративной культуры, соблюдение должного порядка хранения документов и внутреннего делопроизводства.</p> <p>Структура акционерного капитала, наличие миноритарных и мажоритарных акционеров, присутствие в составе акционеров государства или органов муниципального управления.</p> <p>Наличие или отсутствие корпоративного конфликта между акционерами/инвесторами и/или руководителями общества.</p> <p>Уровень профессионализма и деловой репутации представителей органов управления общества, наличие аффилированности между ними.</p> <p><i>Доступность информации о компании</i> и возможность ее получения через регистратора общества, акционеров и руководителей общества и т. д.</p>
--	--

Выбор метода поглощения

Условия, делающие возможным враждебное поглощение, определяют план захвата предприятия-жертвы (см. табл. 3).

Таблица 3. Распространенные схемы рейдерства в российской практике¹⁹

Схема рейдерства	Направление реализации схемы захвата
Рейдерство через недобросовестную реализацию акционерами своих прав	Смена руководства общества с нарушениями процедуры корпоративного управления; блокирование деятельности общества; блокирование контрольного пакета акций; оспаривание итогов приватизации общества

¹⁹ Схемы рейдерства выделены по публикации: Блюм Д., Ратников К., Осипов К., Аршев С. Передел собственности «по-русски»: что это такое и как ему противостоять // Финансовый аналитик. 2003, март. Направления реализации схем захвата являются результатом авторского обобщения опубликованных в СМИ типичных ситуаций рейдерства в России.

Схема рейдерства	Направление реализации схемы захвата
Рейдерство через завладение акциями общества (скупка, в том числе путем принуждения к продаже, или хищение акций предприятия — объекта поглощения)	Хищение акций через сговор с профессиональным участником; принуждение законных акционеров к продаже акций; использование права голоса по привилегированным акциям; обеспечение принятия решения о признании дополнительных выпусков акций недействительными; скупка акций, не прошедших государственную регистрацию; смена руководства общества с нарушениями процедуры корпоративного управления
Поглощение через вывод активов общества (акции в данном случае не являются инструментом захвата предприятия)	Организация преднамеренного банкротства общества; поглощение через «раздувание» корпоративных конфликтов

Отметим, что значительная часть перечисленных выше способов нереализуема без внешнего содействия со стороны *судебных органов, профессиональных участников, органов управления государственным и муниципальным имуществом* и других органов власти — в этом сложность противостояния практике враждебных захватов в России.

Действительно важным механизмом противодействия рейдерству является обеспечение *реальной независимости судей, соблюдение законности и кодексов профессиональной этики в судебной системе, решение проблемы конфликта интересов в деятельности государственных служащих*. В совокупности с этими механизмами *постановка системы корпоративного управления, повышение прозрачности и открытости деятельности компаний, рост профессионализма и управленческой дисциплины менеджеров* позволит стабилизировать ситуацию.

Не стоит ожидать, что волна рейдерства в России спадет естественным путем за неимением доступных и привлекательных для захвата активов. Зарубежная практика убедительно доказывает обратное. Рейдерство, как и любой другой феномен растущей экономики (особенно в условиях глобализации финансовых рынков), имеет свойство эволюционировать. Без наличия встроенных механизмов защиты и готовности **правоохранительных систем** оперативно вставать на **защиту акционеров** дестабилизация рынка корпоративного контроля является более чем реальной угрозой.