ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ

Кафедра ценных бумаг и биржевого дела

На правах рукописи

ДЖАФАРОВ ДЖАФАР АЙГУБОВИЧ

Операции поглощения акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация на соискание
ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель
доктор экономических
наук, профессор
Симановский А.Ю.

Москва
2002

СОДЕРЖАНИЕ

Введение……...3-8

Глава 1. Теоретические аспекты операций поглощений акционерных обществ……9-50

§ 1. Место и роль поглощений в развитии акционерных обществ..9-21

§ 2. Экономическое содержание и правовые формы поглощений и их классификация……....22-39

§ 3. Поглощения в контексте теории агентских конфликтов…….40-50

Глава 2. Зарубежный опыт осуществления операций поглощения и возможности его применения в российских условиях……..51-107

§ 1. Инструменты поглощения и специфика их применения…….51-76

§ 2. Разработка и реализация системы защиты от враждебных поглощений……77-107

Глава 3. Технология проведения операций поглощения в российских условиях……...…108-167

§ 1. Специфика поглощений в России……108-123

§ 2. Анализ факторов, обуславливающих специфику российской практики поглощений……124-136

§ 3. Методика проведения поглощений и перспективы развития механизма поглощений в России……137-167

Заключение……168-171

Список литературы……...172-177

Приложения……178-182

Введение

Успешное функционирование фирмы в современном бизнесе, в первую очередь, обусловлено ее способностью правильно оценивать стремительно меняющееся внешнее окружение, выявлять факторы как внутреннего, так и внешнего воздействия, влияющие на условия развития бизнеса, а также своевременно и эффективно адаптироваться к изменяющимся условиям. На определенном этапе развития любой хозяйствующий субъект сталкивается с необходимостью реорганизации бизнеса в ответ на изменения внешней среды фукционирования. Такая реорганизация может принимать различные формы, начиная от реорганизации внутренних процессов (реинжиниринга) и заканчивая реорганизацией самой фирмы как обособленного хозяйствующего субъекта, включающей как отделение и продажу отдельных активов, так и внешнюю экспансию за счет приобретения других хозяйствующих субъектов.

Именно внешняя экспансия становится в настоящий момент основным путем развития корпораций в их попытке эффективно адаптироваться к стремительно меняющимся условиям внешней бизнес-среды. Общемировой объем сделок по слияниям и поглощениям увеличился к 1998 году по сравнению с 1990 более чем в 5 раз и достиг немногим менее 2,5 трлн.долл. Предпочтение поглощений внутреннему пути развития обуславливается целым рядом мотивов, как-то: достижение операционной и финансовой синергии, оптимизация налогообложения и т.п. (подробнее основные мотивы поглощений будут проанализированы ниже). Эмпирические исследования показывают, что далеко не всегда выбор внешней экспансии обусловлен рациональными экономическими мотивами. Более того, даже в случае если потенциальное слияние действительно несет экономические выгоды, практика показывает, что менеджеры зачастую не обладают необходимыми управленческими навыками для успешного завершения столь сложной экономической операции. Тем не менее, абстрагируясь от экономической целесообразности и эффективности тех или иных слияний и поглощений, необходимо констатировать главный для данного исследования факт: слияния и

поглощения представляют собой одну из наиболее важных составляющих внешней бизнес-среды, оказывающую значительное влияние на стратегические аспекты развития фирмы.

Слияния и поглощения могут рассматриваться не только в контексте стратегического планирования деятельности фирмы, как альтернатива внутреннему пути развития бизнеса. Не менее важен, и это особенно актуально для России, анализ слияний и поглощений с точки зрения повышения качества управления отдельными хозяйствующими субъектами, а через них и всей экономики в целом.

Операции поглощения подразумевают переход контроля над поглощенным предприятием от одной группы к другой. В отдельных случаях, а именно при т.н. «враждебных» поглощениях, смена контроля влечет и смену команды управляющих поглощенного предприятия. Именно наличие механизма враждебных поглощений позволяет в известной степени сгладить проблему разделения собственности и контроля в акционерном обществе и возникающих из нее агентских конфликтов между управляющими и акционерами.

Враждебные поглощения, по своей сути, являются практическим воплощением такого явления, как *конкуренция за управление активами*. Такая конкуренция предполагает, что все управляющие в акционерных обществах, наделенные необходимыми полномочиями, управляют принадлежащим акционерам имуществом в целях увеличения их благосостояния. В случае неэффективности управления рыночная стоимость активов снижается, что выражается, в первую очередь, в снижении рыночной стоимости акций фирмы. Подобные ситуации и становятся стимулом для рассмотрения вопроса о возможности враждебного поглощения. При этом предполагается, что смена управляющей команды приведет к повышению качества управления активами акционерного общества, т.е. произойдет *перемещение активов в более эффективное использование.* Нет нужды говорить о том, что чем лучше отработан механизм такого перемещения, тем выше уровень эффективности национальной экономики.

С конкуренцией за управление активами тесно связано и такое понятие, как *рынок корпоративного контроля,* т.е. рынок, на котором осуществляются сделки по

перемещению контроля над акционерными обществами от одних групп к другим. Рынок корпоративного контроля носит по своей сути абстрактный характер и является своеобразной частью фондового рынка. Именно с помощью механизма фондового рынка в развитых странах реализуется конкуренция за управление активами и перемещение активов в более эффективное использование путем проведения поглощений.

Проблема неэффективности управления и пути ее устранения, связанные с перемещением контроля к более эффективным собственникам, особенно актуальны для российских предприятий. Первичный передел собственности, начало которому положила массовая приватизация, не привел, как планировалось, к появлению сколько-нибудь значительной группы собственников, способных адаптировать российские предприятия к эффективному функционированию в условиях рыночной экономики, осуществить модернизацию производства и повысить конкурентоспособность управляемого бизнеса. Все большее распространение получает точка зрения, согласно которой сложившаяся структура частной собственности и качество корпоративного управления на российских предприятиях являются одной из главных причин кризисного состояния российской экономики. Одним из возможных путей решения этой проблемы является смена как собственников, так и управляющих (зачастую это одни и те же лица) большинства российских предприятий, т.е. осуществление фактически второго передела собственности. Результатом такого передела должно стать появление действительно квалифицированных специалистов во главе российских компаний, способных эффективно управлять бизнесом в условиях рыночной экономики.

С учетом изложенного, объектом исследования будут являться операции поглощения акционерных обществ.

Предмет исследования – организация и проведение операций поглощения акционерных обществ в зарубежной и российской практике.

Главная цель диссертационной работы – выработка методики организации и проведения поглощений акционерных обществ в российских условиях.

Для достижения данной цели автор сформулировал и предпринял попытку решить следующие задачи:

- ✓ проанализировать зарубежный (в частности американский) опыт организации поглощений на предмет возможности и целесообразности его использования в российских условиях;
- ✓ проанализировать российскую специфику организации поглощений и выявить причины ее обуславливающие;
- ✓ на основе зарубежного и российского опыта выработать методику проведения поглощений в российских условиях.

Научная новизна исследования заключается в следующих результатах, полученных автором и носящих характер нового знания:

1) на основе подробного анализа определены возможности и ограничения использования в российских условиях основных инструментов поглощений, применяющихся в зарубежной практике приобретающими компаниями;
2) представлен детальный анализ методов защиты, используемых в борьбе за корпоративный контроль приобретаемыми компаниями, на предмет возможности и целесообразности их применения в российских условиях;
3) выявлена специфика российского рынка корпоративного контроля, методов и приемов, используемых в организации поглощений в России;
4) определены факторы, обуславливающие существенные различия в применяемых инструментах поглощений в российских условиях в отличие от зарубежного опыта;
5) разработана методика организации и проведения поглощений в российских условиях с учетом возможностей применения зарубежного опыта;
6) сделан прогноз развития рынка корпоративного контроля в России, методов и инструментов, используемых в организации поглощений акционерных обществ.

При написании работы автор изучил труды отечественных специалистов, занимавшихся исследованиями в области корпоративного контроля и управления, в частности, научные работы Н.Б.Рудык, Е.В. Семенковой, Ю.В.Иванова, А.Б.Фельдмана и других. Поскольку в настоящий момент количество работ отечественных исследова-

телей, посвященных этой тематике, еще весьма ограниченно, основное внимание автора было сконцентрировано на трудах зарубежных специалистов и, в частности, таких авторов как П.Асквит (P.Asquith), М.Брэдли (M.Bradley), Р.Ролл (R.Roll), Ф.Истербрук (F.Easterbrook), М.Липтон (M.Lipton), П.Гофэн (P.Gauphan) и ряда других.

Работа состоит из введения, трех глав и заключения.

В первой главе будут раскрыты наиболее общие моменты, необходимые для дальнейшего углубленного изучения проблемы. Будут проанализированы место и роль поглощений в деятельности акционерного общества, дана соответствующая классификация подобных сделок, раскрыты стоящие за ними мотивы. Цели исследования диктуют и отдельное рассмотрение поглощений в контексте теории агентских конфликтов, чему будет посвящен отдельный параграф.

В второй главе будет раскрыт зарубежный опыт проведения враждебных поглощений. Получат отражение все основные методы борьбы за корпоративный контроль и средства защиты от враждебного поглощения, каждый из них будет проанализирован на предмет возможности и целесообразности применения в российских условиях.

Наконец, третья глава будет посвящена российской практике борьбы за контроль в акционерных обществах и причинам, обуславливающим ее специфику. На основе анализа зарубежной и российской практики организации поглощений будет выработана методика организации и проведения поглощений в российских условиях. Отдельно будут приведены перспективная оценка рынка корпоративного контроля в России, тенденций его дальнейшего развития, методов и приемов, используемых во враждебных поглощениях.

Принимая во внимание многогранность исследуемой проблемы и наличие более чем обширного зарубежного опыта, представляется целесообразным сразу наложить определенные ограничения в исследовании. Зарубежный опыт будет представлен, в первую очередь, практикой враждебных поглощений в США, поскольку изначально само понятие борьбы за корпоративный контроль, большинство методов и

приемов враждебных поглощений пришли к нам именно из США. Необходимо отметить, что до недавнего времени враждебные поглощения являлись исключительными сделками в континентальной Европе, не говоря уже о Японии, где структура акционерного капитала, да и весь японский стиль ведения бизнеса исключают какие-либо открытые столкновения в борьбе за контроль над корпорациями. Тем не менее, ситуация начинает меняться и враждебные поглощения уже не являются чем-то исключительным в развитых странах Западной Европы. Постепенная глобализация мировой экономики и постоянно возрастающая конкуренция позволяют предположить, что тенденция распространения изначально чисто американского способа ведения бизнеса будет набирать силу и в Европе (Японию это в ближайшей перспективе, очевидно, не коснется в силу существенных различий в менталитете и стиле ведения бизнеса).

В работе также не получат рассмотрения вопросы финансового анализа поглощений, поскольку это не только тема отдельного исследования, но и вопрос в большей степени связанный с финансовым менеджментом, чем с рынком ценных бумаг.

1. Теоретические аспекты операций поглощений акционерных обществ

1.1. Место и роль поглощений в развитии акционерных обществ

Рост бизнеса, являющийся одной из главных целей владельцев большинства коммерческих предприятий, может быть достигнут двумя путями:

- ✓ за счет «внутреннего» роста, когда компания наращивает мощности по производству либо нового продукта (услуги), либо для увеличения выпуска своих уже продающихся товаров или оказываемых услуг;
- ✓ за счет «внешнего» роста, основными формами которого являются слияния и поглощения.

К числу основных факторов, обуславливающих стремление компаний к выбору второго пути развития, можно отнести следующие:

1. приобретение уже действующей фирмы может ускорить достижение целей, поставленных руководством предприятия в рамках долгосрочного стратегического планирования (например, выход на новые рынки может быть существенно облегчен приобретением уже действующего на этом рынке предприятия);
2. затраты, связанные с расширением организации за счет внутреннего роста, т.е. наращивания собственных мощностей, могут существенно превышать затраты на приобретение уже действующей фирмы;
3. компания может использовать ценные бумаги для приобретения других фирм, тогда как финансирование ценными бумагами покупки необходимых для расширения активов может быть затруднено;
4. приобретаемые фирмы могут быть не в состоянии так же эффективно использовать свои активы, как приобретающая компания;

5. зачастую при поглощении компаний для поглощающей фирмы могут возникать существенные налоговые преимущества (например, если у приобретаемой организации имеются значительные непокрытые убытки, поглощение позволит приобретающей фирме снизить налогооблагаемую базу);
6. путем поглощения можно эффективно дополнять возможности обеих компаний (например, одна фирма может иметь эффективную маркетинговую службу, но слабый производственный отдел, в то время как у другой может быть отлично налажен производственный процесс, но есть трудности с продвижением производимой продукции на рынке).

Учитывая все вышеперечисленные факторы, влияющие на принятие решений о выборе пути развития фирмы, а также принимая во внимание, что это далеко не полный их перечень, логично предположить, что в рамках разработки долгосрочной стратегии развития руководство компании должно учитывать возможность приобретения действующих фирм, как альтернативы расширения собственных мощностей.

В реальности, в сегодняшнем деловом мире, практически все крупные корпорации уделяют немало внимания разработке плана расширения бизнеса за счет поглощений, как части общего долгосрочного плана развития. Более того, в настоящий момент, во всей мировой экономике основной тенденцией стало развитие бизнеса именно путем концентрации капитала.

Для того чтобы полнее понять экономическую природу поглощений и определить макроэкономические факторы, влияющие на доминирование слияний и поглощений, как формы расширения бизнеса, представляется целесообразным проследить историю этого экономического явления.

Родиной слияний и поглощений как одной из форм расширения бизнеса можно по праву считать Соединённые Штаты Америки. Именно там сделки по приобретению компаний получили наибольшее распространение, был отработан механизм финансовой оценки слияний, тактика борьбы за контроль над компанией, законодательное регулирование. Крупные американские инвестиционные банки создали отдельные подразделения, занимающиеся исключительно обслуживанием слияний и приобрете-

ний и входящие в департамент корпоративных финансов. Этот вид услуг быстро превратился в одну из самых прибыльных сфер деятельности финансовых посредников, впоследствии получившей название бизнеса по слияниям и приобретениям (т. н. M & A business).

Как и большинство явлений, имеющих экономическую природу, слияния происходят волнами. Наиболее отчётливо это видно на примере США, где имели место четыре крупных волны слияний.

Первая волна прокатилась в конце 19 – начале 20 века (1895 – 1904 гг.) и затронула в основном базовые отрасли промышленности: нефтяную, сталелитейную и т.п.

Вторая имела место в 20 - х годах нашего столетия (1922 – 1929 гг.). Наиболее значительная реструктуризация произошла в излишне фрагментированных отраслях сельскохозяйственного производства, добывающей и химической промышленности. Процесс концентрации также затронул банковский бизнес и предприятия коммунального хозяйства. Кроме того, продолжилась концентрация капитала в тяжелой промышленности.

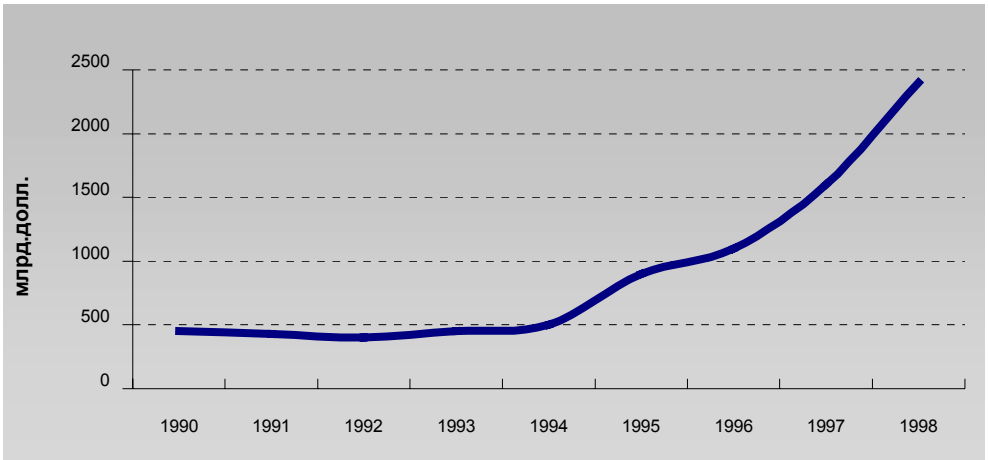
Пик третьей волны пришёлся на период с 1967 по 1969 годы. Третья волна представлена преимущественно т.н. конгломератными слияниями, т.е. слияниями компаний, функционирующих в несвязанных между собой сферах бизнеса. Наиболее активными покупателями выступили компании из аэрокосмической промышленности, тяжелого машиностроения и ряда других отраслей, испытывавшие постоянные колебания уровня продаж, либо с небольшими перспективами роста и расширения отраслевых рынков. За счет проникновения с помощью слияний в новые стремительно развивающиеся виды бизнеса, такие как, например, электронная промышленность, эти компании диверсифицировали свою деятельность, снижали риски и получали доступ к новым передовым технологиям.

Четвёртая волна, самая крупная из всех, зародилась в конце 70-х – начале 80 - х годов. Активные процессы реструктуризации наблюдались в основном в сфере услуг: коммерческом и инвестиционном банковском деле, страховом бизнесе, оптовой и розничной торговле, здравоохранении. Одной из наиболее характерных особенностей

четвертой волны поглощений явилось активное и широкомасштабное использование заемного капитала в финансировании сделок, доступность которого обуславливалась формированием и развитием рынка т.н. «бросовых» облигаций (junk bonds).

Возникший небольшой спад в процессах концентрации в 1991 – 1993 годах фактически явился своеобразным затишьем перед бурей. Начиная с 1993 года, процессы концентрации набрали столь мощный темп, что сейчас можно говорить уже о настоящем буме слияний и поглощений буквально во всех отраслях американской экономики. Более того, американский пример оказался чрезвычайно заразительным, и в настоящее время во всей мировой экономике основной тенденцией стало накопление именно путём концентрации капитала. Приведенная ниже диаграмма наглядно свидетельствует о масштабности и интенсивности этого явления.

Диаграмма № 1. Общемировая суммарная стоимость сделок по слияниям и поглощениям.



Источник: Эксперт, 1999, № 15, стр.23

Как видно из диаграммы, если в начале 90-х годов общемировая стоимость сделок по слияниям и поглощениями колебалась в пределах 400 – 450 млрд. долл. в год, то уже в 1998 году она составила свыше 2,4 трлн. долл., т.е. увеличилась более чем в 5 раз. В 3-м квартале 1999 года общий объем заявленных сделок достиг 780,9 млрд. долл., что на 46 % больше, чем за тот же период 1998 года. Причем в лидеры по

объему сделок стремительно вырвалась Европа: если в США объем завершенных сделок за 9 месяцев 1999 года сократился по сравнению с тем же периодом 1998 года на 10 % и составил 322 млрд. долл., то в Европе он вырос более чем в три раза – со 100,7 млрд. долл. до 374,6 млрд. долл.[1]

Характерно, что в Европе консолидация затронула не только страны, вошедшие в Европейский Союз; не менее активно этот процесс идет в странах Восточной Европы. В частности, как свидетельствуют результаты исследования, проведенного компанией PriceWaterhouseCoopers в Чехии, Венгрии и Польше, количество сделок по слияниям и поглощениям в этих трех странах за 1997 – 1998 годы выросло более чем на 30 %: с 257 до 355. Лидером по росту объемов стала Польша (59%), за ней идет Венгрия (37%) и замыкает тройку Чехия (15%).[2]

Как видно, процессы консолидации капитала за последнее десятилетие приобретают повсеместный и все более интенсивный характер. К числу факторов глобального характера, влияющих на динамику этого процесса, можно отнести следующие:

1) становление и развитие управления как отдельной науки, выработка методологических основ управления крупными и сложными организациями

До недавнего времени в экономической теории была широко распространена точка зрения, говорящая о том, что укрупнение организаций эффективно только до определенного момента. По достижении организацией определенного оптимального размера начинается падение эффективности деятельности вследствие потери управляемости. Однако интенсивное развитие науки управления с начала века привело к появлению и обоснованию теорий, позволяющих выработать методы управления крупными и сложными организациями без заметной потери в эффективности. К таковым методам, например, можно отнести делегирование части полномочий вышестоящим руководством на низовые уровни принятия решений, т.е. децентрализацию управления. Уже к началу 80-х годов большинство крупных американских компаний имели децентрализованную структуру управления[3], а, как свидетельствуют вышепри-

---

[1] Ведомости,1999,№22,стр.Б3
[2] Селиванова В. Восточноевропейский бизнес консолидируется.//Эксперт,1999,№ 24,стр.7
[3] Мескон М.,Альберт М.,Хедоури Ф. Основы менеджмента.-М.:Дело,1998,стр.388

веденные данные, именно в этот момент зародилась одна из самых мощных волн слияний в американской экономике. Конечно, начальное положение экономической теории о потери управляемости вследствие чрезмерного разрастания организации не потеряло своей актуальности. Однако развитие управленческой мысли позволило значительно расширить те оптимальные размеры компаний, перерастание которых чревато появлением управленческих проблем.

2) стремительное развитие компьютерных технологий и систем компьютерной обработки данных

Нет нужды приводить доказательства того, что развитие компьютерных технологий фактически перевернуло все представления о методах ведения бизнеса. По прогнозам специалистов консалтинговой компании Andersen Consulting, всего через три года 90 % продаж и 83 % поставок будут осуществляться с помощью механизмов электронной коммерции, т.е. компаниям, не овладевшим технологией Интернет – торговли уже в самом начале 21-го века не останется места в бизнесе[1]. Не менее революционный переворот компьютерные технологии совершили и в методах управления организациями. Практически каждая крупная западная компания внедрила у себя автоматизированную систему управления предприятием (АСУ). Такие системы позволяют оперативно отслеживать всю необходимую информацию о деятельности предприятия и на основе обработки и анализа полученных данных принимать нужные решения в кратчайшие сроки, что, безусловно, важно в нынешней стремительно меняющейся бизнес-среде. Фактически, подобные системы, как и современные методы управления, позволяют реализовать все преимущества крупного бизнеса и устранить большинство его недостатков.

3)глобализация мировой экономики

При постоянной тенденции к интеграции экономик развитых стран, очевидно, что это ведёт к обострению конкуренции на национальных рынках, где помимо национальных корпораций в конкурентную борьбу всё активнее включаются иностранные участники. Фактически происходит стирание границ между национальными эко-

номиками и их трансформация в единый мировой рынок. Самым ярким примером этой тенденции является объединение Европы и образование единого европейского рынка. Как уже отмечалось выше, это привело к взрывному росту слияний и поглощений в экономиках развитых европейских стран. И это, безусловно, объективная тенденция, поскольку в подобной ситуации наиболее простым способом сохранить своё положение на рынке становится именно проведение слияния с другой компанией (как национальной с национальной, чтобы эффективней противостоять иностранным конкурентам, так и национальной с иностранной, чтобы облегчить проникновение на давно поделенный рынок).

4)снятие административных запретов и дерегулирование рынков

Государственные органы, призванные регулировать слияния и поглощения в целях недопущения излишней концентрации и монополизации отдельных рынков, постепенно смягчают критерии определения монопольного положения и снимают административные запреты, осуществляя таким образом дерегулирование рынков. Такая позиция государства объясняется пониманием государственными чиновниками того факта, что в условиях трансформации национальных экономик в единую мировую экономику должно меняться и соответствующее регулирование. Так, одним из популярных методов измерения концентрации отдельных отраслей является определение доли четырех ведущих компаний в суммарном объеме продаж данной отрасли. Ранее считалось, что, если она превышает 40 %, то данную отрасль можно считать чрезмерно концентрированной. Например, по данным исследования, проведенного в 80-х годах, доля четырех крупнейших сталелитейных компаний в США составляла около 50 %.[2] Однако, по данным того же исследования, доля четырех крупнейших мировых сталелитейных компаний в общемировом объеме продаж не превышала 14 %. Таким образом, то, что считается излишней концентрацией с точки зрения обособленной национальной экономики, уже никоим образом не может считаться таковой, если принять во внимание всю мировую экономику в целом. Наиболее ярким приме-

---

[1] Мистулов Г. От электронной торговли к электронной экономике.//Эксперт,1999,№ 38,стр.10
[2] Weston W.J."Domestic Concentration and International Markets",New York: KCG Productions,Inc., 1982,pp.173-188

ром понимания данного факта государственными чиновниками является позиция, которую заняла администрация президента Рейгана в 80-х годах, когда было открыто заявлено, что “увеличение в размере не обязательно является плохим делом”.[1] Зачастую государственные чиновники не ограничиваются смягчением антимонопольного законодательства и моральной поддержкой укрупняющегося бизнеса, а активно призывают компании к объединению и даже оказывают на них давление. Наглядной иллюстрацией можно считать бум слияний компаний американского ВПК, искусственно инспирированный в начале 90-х годов, когда тогдашний министр обороны США открыто призвал компании к объединению, мотивируя это проблемой выживания их в долгосрочной перспективе.[2] Из более поздних примеров стоит отметить соглашение о формировании аэрокосмического гиганта “Евроко”, подписанное в марте 1998 года аэрокосмическими фирмами Европы – British Aerospace (Великобритания), Aerospaciale (Франция) и Daimler-Benz Aerospace (Германия) – под давлением национальных правительств.[3]

5)“цепной” характер слияний

Этот фактор не носит глобальный характер, а скорее является фактором, действующим в рамках конкретной отрасли мирового хозяйства. Он проявляется в том, что, если в результате слияния возникает существенный дисбаланс сил между основными участниками рынка, то конкурентам слившейся компании волей-неволей приходится также рассматривать варианты возможных консолидаций. Так, например, в 1997 году в американском инвестиционном бизнесе состоялись два крупнейших слияния: Dean Witter, Discover’s и Morgan Stanley в феврале и сентябрьское приобретение Salomon Brothers финансовой группой Travelers Group.[4] После этого в интервью Financial Times руководитель Merril Lynch Дэвид Романски отметил, что в качестве ответного шага Merril Lynch, скорее всего, расширит свою деятельность за рубежом

---

[1] Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент./Перевод с англ. под ред.Ковалева В.В.-С-Пб.: Экономическая школа,1997,стр.409
[2] Кобяков А. Борьба за господство в воздухе.//Эксперт,1998,№13,стр.69
[3] Финансовые известия,1998,№78,стр.III
[4] Кобяков А. Новый инвестиционный банк мирового значения.//Эксперт,1997,№37,стр.50

путём приобретения ряда зарубежных финансовых компаний.[1] И ответный шаг не замедлил последовать: уже в ноябре 1997 года Merril Lynch объявила о намерении купить английскую компанию Mercury Asset Management, занимающуюся управлением активами пенсионных фондов.[2] А в феврале 1998 Merril Lynch принимает решение об экспансии на японской фондовый рынок, решив начать с восстановления руин, оставшихся после банкротства одной из крупнейших японских инвестиционных компаний: Yamaichi Securities.[1]

Нет нужды говорить о том, что в каждой конкретном слиянии или поглощении легко прослеживается влияние не только одного из вышеперечисленных факторов; как правило, они взаимодействуют друг с другом. Так, глобализация мировой экономики и обострение конкуренции подталкивают компании к объединению, совершенствование науки управления и компьютерных технологий обеспечивает эффективность такого объединения, а государственные чиновники снимают ставшие уже неактуальными административные барьеры.

Очевидно, что, поскольку вышеприведенные факторы носят постоянный характер и в обозримом будущем их влияние может только усилиться, можно смело говорить о том, что общемировой процесс концентрации капитала ещё далёк от завершения. Буквально ежедневное появление в деловой прессе информации об очередном слиянии или поглощении – ярчайший тому пример.

Обращаясь к России, можно отметить, что процессы концентрации капитала постепенно начинают набирать обороты и в отечественной экономике. Наиболее ярким примером эффективной консолидации можно считать пищевую промышленность.

Августовский кризис 1998 года оказал, в целом, весьма позитивное влияние на российскую пищевую промышленность и привел к формированию целого ряда положительных тенденций. В результате резкой девальвации рубля активизировались процессы импортозамещения на целом ряде отраслевых рынков. Началось активное

---

[1] Financial Times,30.09.97,стр.24
[2] Кобяков А. Самая-самая крупная в мире.//Эксперт,1997,№45,стр.50

восстановление позиций отечественных товаропроизводителей, резко сократилась доля поставок импортной продукции, ряд крупных иностранных компаний предпринял меры к непосредственному выходу на российский рынок и т.д. Все это обусловило интенсификацию процесса концентрации капитала в российской пищевой промышленности.

Процессы интеграции капитала отмечаются буквально во всех подотраслях пищевой промышленности, однако наиболее интенсивный характер они приобрели в пивоваренной, кондитерской и табачной промышленности.

Активная концентрация капитала развернулась в пивной промышленности с середины 90-х годов, и к началу 1998 года в отрасли сформировались четыре основных холдинга – Baltic Beverages Holding (BBH), Sun Brewing, Carlsberg и “Очаково”[2]. Вместе с несколькими крупными региональными пивзаводами они контролировали более половины рынка. Предполагается, что уже к 2003 году им будет принадлежать уже около 70 – 75 %. На фоне растущего потребления пива холдинги постоянно наращивают производство, как вводя новые мощности, так и поглощая более мелкие предприятия. Причём существуют объективные предпосылки для дальнейшего роста именно за счёт поглощения мелких пивзаводов. Так, по оценке председателя ассоциации “Пивоиндустрия” Владимира Шишина из 180 отечественных пивзаводов около половины находятся в критическом состоянии. Фактически для них существуют только два пути – банкротство или слияние с более крупным предприятием. Мелкие региональные пивзаводы просто не способны конкурировать с крупными вертикально интегрированными структурами, которые создают в рамках холдинга практически полностью замкнутый производственный цикл (так, например, “Балтика” имеет свои собственные сельхозпредприятия, обеспечивающие её ячменём в Ленинградской, Новгородской и Псковской областях) и способны за счёт эффекта масштаба значительно экономить на издержках и, как следствие, вести агрессивную маркетинговую политику.

---

[1] Свистунов С. Меррилл Линч» штурмует цитадель фондового рынка Японии.//Финансовые известия, 19.02.98,стр.5

[2] Хазбиев А. Пивной блицкриг.//Эксперт,1998,№2,стр.43

Резкое падение доходов населения привело к значительному спаду на рынке кондитерской продукции, продолжавшемуся вплоть до 1995 года. Однако, начиная с 1996 года, в отрасли наметились положительные сдвиги, обусловленные не только увеличением импортных поставок кондитерской продукции, но и ростом производства на отечественных предприятиях, а также вводом в эксплуатацию кондитерских фабрик, построенных в России иностранными корпорациями.

В отличие от пивной промышленности, где процессы концентрации капитала обусловлены преимущественно политикой крупных иностранных компаний, активно занимающихся внешней экспансией и поглощающих разрозненных местных производителей, в кондитерской промышленности наиболее активными игроками выступили отечественные предприятия. Так, «Концерн Бабаевский», занимающий первое место по объемам продаж на отечественном кондитерском рынке, в настоящий момент является холдинговой структурой, сумевшей взять под контроль московский «Рот Фронт», челябинский завод «Южуралкондитер», а также новосибирскую и сормовскую кондитерские фабрики. ОАО «Красный Октябрь», второй крупнейший российский производитель, за период с 1996 по 1999 гг. приобрел тульскую, пензенскую, коломенскую, рязанскую, йошкар-олинскую кондитерские фабрики, а также петербургскую «Кондитерскую фабрику им.Самойловой».

Примеру российских компаний последовала швейцарская компания «Nestle», сформировавшая на базе двух купленных самарских кондитерских фабрик «Кондитерское объединение «Россия». Помимо этого в 1998 – 1999 гг. был установлен контроль над барнаульской кондитерской фабрикой «Алтай» и пермской «Камская».

Процесс концентрации в отрасли далек от завершения. Так, в начале 2000 г. инвестфонды «Baring Vostok Capital Partners» и «Capital International» заявили о намерении создать единый кондитерский холдинг на базе трех подконтрольных им предприятий – фабрики «Конфи» (г.Екатеринбург), «Волжанка» (Уфа) и казанской «Зари».[1]

---

[1] Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции.//Рынок ценных бумаг,2000,№6,стр.16

Табачная промышленность является самой быстроразвивающейся отраслью в России. Выпуск табачной продукции увеличился с 137 млрд.сигарет в 1996 г. до более 230 млрд. к 1999 г. Немалую роль в столь стремительном развитии сыграли процессы концентрации и интеграции капитала, основными инициаторами которых выступили крупнейшие мировые производители.

Крупнейший производитель сигарет в России американская компания «Phillip Morris» приобрела в процессе приватизации ОАО «Краснодартабакпром» и петербургскую фабрику «Нева», что позволило ей добиться 25 % доли на рынке табака. Серия поглощений российских табачных заводов (в Армавире, Ельце и Санкт-Петербурге), проведенная другим известным американским производителем сигарет, компанией R.J.Reynolds, также обеспечила ей контроль над четвертью рынка (сама R.J.Reynolds была впоследствии поглощена японской корпорацией Japan Tobacco). Британская компания Rothmans в 1995 – 1997 гг. приобрела и модернизировала саратовскую табачную фабрику и широко известную московскую «Яву». Такая активность иностранных корпораций привела к тому, что на начало 2000 г. из относительно крупных независимых российских производителей остался лишь ростовский производитель – ОАО «Донской табак», сумевший, заручившись поддержкой местной администрации, закрепиться на региональном рынке Краснодарского края. Прочих более мелких российских производителей, по словам директора ассоциации «Табакпром» Василия Теревцова, ждет либо ликвидация, либо поглощение.[1]

Пивоваренная, кондитерская и табачная отрасли были выбраны в качестве примеров, поскольку именно в них процесс концентрации капитала приобрел ярко выраженный характер. Однако, как уже отмечалось выше, слияния и поглощения в той или иной мере имеют место практически во всех отраслях российской экономики.

Так в марте 1998 года было объявлено о слиянии двух крупнейших металлургических предприятий – “Уралмаш - заводов” и “Ижорских заводов”[2]. Доля производства отдельных видов оборудования на российском рынке объединённого пред-

---

[1] Бакеев А., Павлов В. Пять лет одиночества.//Эксперт,1999,№14,стр.62
[2] Ануфриев А., Краснова В. Шаги Бендукидзе.//Эксперт,1998,№10,стр.32

приятия будет колебаться от 50 до 95 %. Концентрация капитала в нефтяной промышленности происходит уже с 1993 года, когда начался процесс выстраивания крупных вертикально-интегрированных структур. Из наиболее поздних примеров можно отметить поглощение ОАО «Лукойл» регионального нефтедобывающей компании «КомиТЭК», состоявшееся осенью 1999 года.

Банковская система также проходит через активную реструктуризацию, во многом благодаря стремлению Центрального банка к сокращению общей численности коммерческих банков, одновременно с наращиванием капиталов кредитных организаций. Уже к середине 1998 года более 300 коммерческих банков прекратили свою деятельность в связи с реорганизацией, из них 294 присоединились в качестве филиалов к другим кредитным организациям[1].

Даже на ещё фактически нарождающихся рынках консолидация набирает обороты. Так на рынке пейджинговой связи в середине 1997 года произошло слияние крупнейшего московского оператора – Vessolink – с “Единой пейджинговой системой”, доля рынка объединённого предприятия составила порядка 15 %. В феврале 1998 года было заявлено об объединении компаний Multi - Page и RadioPage в единую компанию EnergoNet. По словам Чарльза Бенча, президента EnergoNet, его фирма намеревается поглотить нескольких мелких операторов, число которых уже к концу 1998 года должно убавиться вдвое.[2]

Учитывая все вышеизложенное, можно смело предположить, что процесс концентрации капитала в российской экономике находится лишь в начальной стадии развития. В самом ближайшем будущем отечественную экономику, очевидно, ожидает активная реструктуризация, основными формами которой будут являться слияния и поглощения.

---

[1] Бубнов И. Что ожидает российские банки на тернистой тропе слияний и поглощений?.//Вестник Ассоциации российских банков,1998,№29

[2] Хазбиев А. Пейджинговая концентрация.//Эксперт,1998,№4,стр.32

1.2. Экономическое содержание и правовые формы поглощений и их классификация

Как в отечественной, так и в зарубежной литературе существует немалое количество подходов к определению термина «поглощение». Это связано, в первую очередь, с тем, что операции поглощения акционерных обществ имеют не только экономические, но и правовые, бухгалтерские и налоговые аспекты. Поэтому прежде чем приступить к дальнейшему изложению, представляется целесообразным определить термин «поглощение», как он будет в дальнейшем использоваться в данном исследовании.

Систематический анализ зарубежной литературы приводит к выводу о том, что зарубежные экономисты не стремятся придерживаться жесткой терминологии. В большинстве случаев «поглощение» определяется как объединение двух фирм в одну, при этом приобретающая фирма сохраняется, а приобретаемая как юридическое лицо прекращает свое существование. Нередко термином «поглощение» также обозначается покупка лишь контрольного пакета акций без ликвидации приобретаемого бизнеса как юридического лица. С экономической точки зрения разница несущественна, однако в правовом аспекте различия в указанных видах поглощения гораздо более очевидны. Ввиду этого, оба вида поглощения нашли законодательное закрепление в российском праве.

Первый случай, при котором приобретаемая фирма прекращает свое существование как юридическое лицо, определен как присоединение, которым «признается прекращение одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу».[1] Второй случай, при котором сделка ограничивается покупкой контрольного пакета, определен именно как поглощение, которым признается приобретение одним предприятием контрольного пакета другого предприятия.[2]

---

[1] ст.17 Закона РФ «Об акционерных обществах»
[2] п.5.1 Указа Президента РФ от 16.11.92 № 1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий»

Тем не менее, поскольку данное исследование носит экономический характер, автор полагает целесообразным придерживаться следующей трактовки поглощения. *Поглощение* – сделка по покупке бизнеса, при которой приобретающая компания либо полностью поглощает приобретаемую фирму (и последняя прекращает свое существование), либо ограничивается покупкой контрольного пакета (и приобретаемая фирма становится дочерней организацией).

Помимо этого, представляется также целесообразным провести анализ различий между терминами «слияние» и «поглощение», поскольку оба понятия зачастую используются либо как синонимы, либо в словосочетании, обозначающем одно экономическое явление.

Зарубежная экономическая литература трактует слияние как объединение фирм, с приблизительно одинаковыми экономическими параметрами. Другими словами, предполагается, что в сделке обе стороны выступают на абсолютно равных началах и происходит не приобретение, но действительно слияние двух равных бизнесов. Такой же трактовки термина «слияние» придерживается и большинство отечественных авторов.[1]

В правовом аспекте слияние обозначает объединение двух фирм, при котором каждая из них прекращает свое существование как отдельное юридическое лицо, а объединенная фирма становится новым юридическим лицом. Именно такая трактовка слияния приведена и в российском законодательстве, где слияние определяется как «возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних».[2]

Однако в экономической реальности достаточно трудно определить, чем является та или иная форма объединения компаний – слиянием или поглощением. В большинстве случаев, в сделках по слияниям и поглощениям, какова бы не была правовая судьба объединяющихся юридических лиц, все равно можно выделить доминирующую и зависимую стороны, т.е. так или иначе в результате слияния или поглоще-

---

[1] См.например Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000, стр.10

[2] п.1 ст.16 Закона РФ «Об акционерных обществах»

ния происходит приобретение бизнеса. Очевидно, именно поэтому в зарубежной экономической литературе оба термина используются как синонимы для обозначения явлений, имеющих общую экономическую природу. Поскольку данное исследование носит экономический характер, автор считает целесообразным придерживаться именно зарубежного экономического подхода и использовать термины «слияние» и «поглощение» на взаимозаменяемой основе.

Классификация поглощений

В зарубежной экономической литературе, как правило, уделяется недостаточно внимания вопросу подробной классификации того или иного экономического явления, что, очевидно, связано с различием в методических подходах зарубежной и отечественной экономических школ к изложению научного материала. Учитывая это, а также принимая во внимание практически полное отсутствие работ отечественных авторов, посвященных проблематике поглощений, представляется целесообразным попытаться провести четкую экономическую классификацию операций поглощения.

Итак, поглощения можно классифицировать по трём основным направлениям:

1)В зависимости от характера объединения:

а)полное поглощение. При этом происходит фактическое объединение фирм и их активы сливаются;

б)частичное поглощение. В этом случае одна компания приобретает такой пакет акций другой компании, который позволяет ей полностью контролировать деятельность последней, т. е. образуется холдинг и подконтрольная компания становится дочерней. При этом фактическое слияние активов обеих компаний не происходит или происходит лишь частично.

2)В зависимости от формы проведения поглощения можно выделить:

а)дружественное поглощение (friendly merger), при котором управляющие обоих компаний одобряют проведение поглощения и рекомендуют своим акционерам также на него согласиться;

б)враждебное поглощение (hostile merger, hostile takeover), при котором управляющие целевой компании (т. е. компании, которую собираются поглотить) не согласны с поглощением и будут стараться всеми силами сорвать сделку;

3)В зависимости от сферы деятельности участников поглощения различают:

а)горизонтальное поглощение (horizontal merger). При таком поглощении происходит объединение фирм, занятых в одной сфере бизнеса. Примером горизонтального поглощения может служить недавнее приобретение известным французским производителем продуктов питания Danone американского производителя минеральной воды McKesson Water Products, состоявшееся в начале 2000 года.[1] Основная доля крупнейших поглощений, состоявшихся за последние несколько лет в мировой экономике, приходится именно на горизонтальные поглощения;

б)вертикальное поглощение (vertical merger), когда объединяются компании, занятые различными стадиями производственного процесса одного и того же продукта. К такого рода поглощениям можно отнести, например, покупку нефтедобывающей компанией предприятия по нефтепереработке. В России вертикальные поглощения играют преобладающую роль, поскольку продолжается процесс активного становления крупных вертикально интегрированных холдингов в базовых отраслях промышленности;

в)конгломератное поглощение (conglomerate merger) происходит тогда, когда объединяются компании, функционирующие в совершенно разных отраслях экономики. Наиболее наглядным примером конгломератного поглощения является покупка компанией “Coca – Cola”, производителя прохладительных напитков, кинокомпании “Columbia Pictures”. Пик популярности конгломератных поглощений, например в США, пришёлся на 60 – 70 годы. В настоящий момент доля таких поглощений весьма незначительна.

[1] Ведомости,2000,№4,стр.Б5

Мотивы поглощений

Главной целью, которое преследует или должно преследовать любое поглощение, очевидно, является повышение благосостояние акционеров. С учетом этого, можно определить исходное условие, обязательное для проведения экономически эффективного поглощения:

V(AB) > V(A) + V(B);

где V(A) – стоимость компании A

V(B) – стоимость компании B

V(AB) – стоимость объединенной компании AB.

Другими словами, поглощение эффективно, когда стоимость объединенной фирмы становится больше суммы стоимостей обеих фирм взятых по отдельности до объединения. Данный эффект прироста стоимости в результате объединения двух бизнесов получил название синергии (от греч. synergeia – сотрудничество, содружество).

В этой главе мы проанализируем различные источники возможного возникновения синергии, достижение которых может являться целью поглощения, а также укажем иные мотивы слияний, далеко не всегда обусловленные заботой о повышении благосостояния акционеров.

Операционная синергия

Операционная синергия является одним из основных мотивов поглощений. Достижение операционной синергии может осуществляться двумя основным путями:

1. сокращением издержек в расчете на единицу выпускаемой продукции;
2. увеличением выручки от реализации (и, при прочих равных, доходов) объединенной фирмы.

Сокращение издержек в расчете на единицу выпускаемой продукции достигается за счет увеличения масштабов деятельности. Как известно из общей экономической теории, с увеличением масштабов деятельности бизнеса происходит сокращение

издержек в расчете на единицу выпускаемой продукции (оказываемых услуг). Это обусловлено тем, что величина постоянных издержек предприятия относительно стабильна и при увеличении объемов реализации постоянные издержки в расчете на единицу выпускаемой продукции сокращаются. В поглощении сокращение постоянных издержек обеспечивается за счет устранения дублирования функций и централизацией отделов стратегического планирования, бухгалтерского учета и контроля, маркетинга и др.

Экономия на издержках является, как правило, основным источником операционной синергии и может достигать весьма значительных сумм. Так в ноябре 1997 года вокруг двух крупнейших немецких промышленных групп – Krupp AG и Thysssen AG – разгорелся нешуточный скандал из-за того, что компания Krupp выдвинула предложение о враждебном поглощении Thyssen AG. Необходимо отметить, что сделки по враждебному поглощению достаточно типичны для США, но представляют собой редкость в Германии, поскольку мало соответствуют немецкому стилю ведения бизнеса. Однако после того как была подсчитана предполагаемая экономия на издержках, составляющая около 1 млрд. марок в год (годовой объём продаж объединённой компании прогнозировался на уровне 67 млрд. марок), поглощение было моментально одобрено[1].

Существует большое количество потенциальных источников возникновения операционной синергии, выражающейся в увеличении объемов реализации объединяющихся фирм. В качестве основного можно выделить т.н. «кросс-маркетинг», при котором оба участника сделки получают доступ к сбытовым сетям друг друга и могут воспользоваться ими для увеличения объемов реализации и расширении рынков сбыта своих уже производимых продуктов. Например, компания может разработать какой-либо новый продукт, который по прогнозам будет пользоваться на рынке большим успехом в случае немедленного начала продаж. Однако она может не обладать хорошо развитой торговой сетью, необходимой для достижения запланированных объемов реализации, а за время, требующееся для создания такой сети, конкуренты

могут успеть разработать и запустить на рынок собственные продукты, обладающие сходными характеристиками. В этом случае, наиболее целесообразным представляется проведение слияния с компанией, обладающей хорошо развитой торговой сетью. В качестве практического примера такого рода поглощения можно привести покупку французской компанией LVMH (крупнейший в мире конгломерат в модельном бизнесе и производстве предметов роскоши) 51 % акций итальянского дома мод Fendi, состоявшуюся в конце 1999 года.[2] В качестве одной из главных целей сделки руководители LMVH заявили активное продвижение продукции дома мод с использованием собственной сбытовой сети.

Финансовая синергия

Финансовая синергия может выражаться в следующем:

1. снижение цены заимствования на рынках капитала;
2. сокращение затрат на эмиссию ценных бумаг;
3. увеличение эффективности капиталовложений.

В случае если между денежными потоками объединяющихся фирм не существует абсолютной корреляции (коэффициент корреляции меньше 1), денежный поток объединенной фирмы будет более стабилен, чем денежные потоки обеих фирм по отдельности. Это, в свою очередь, означает большую защиту интересов кредиторов, поскольку снижается риск наступления банкротства и повышается обеспеченность долговых обязательств компании. В результате этого объединенная фирма, при прочих равных условиях, сможет занимать средства под меньший процент, что приводит к снижению общих затрат на привлекаемый капитал.

Как и в случае с операционной синергией, возникающей за счет увеличения масштабов деятельности, подобная же экономия имеет место и при привлечении источников финансирования. Компания, осуществляющая эмиссию ценных бумаг, несет определенные расходы. Сюда относятся расходы по подготовке проспекта эмис-

---

[1] Кобяков А. Krupp и Thyssen сэкономили миллиард марок.//Эксперт,1997,№43,стр.51
[2] Ведомости,1999,№29,стр.Б6

сии, регистрации выпуска в Комиссии по ценным бумагам, рекламной компании и т.д. Поскольку величина этих расходов относительно стабильна и мало зависит от объема выпуска, то чем значительнее эмиссия, тем меньшую величину в процентном отношении к ней составляют указанные постоянные расходы. Другими словами, постоянные издержки в расчете на одну эмитируемую ценную бумагу данного выпуска будут тем ниже, чем значительнее этот выпуск, что, в свою очередь, также ведет к снижению цены заимствования, при надлежащем расчете которой должны учитываться расходы по организации эмиссии.

Финансовая синергия может обуславливаться возникновением новых инвестиционных возможностей. Предположим, одна фирма, функционирующая в зрелой отрасли, располагает значительными объемами свободных денежных средств. Однако поскольку инвестиционные возможности в данной отрасли ограниченны (сильная конкуренция и т.п.) у нее отсутствуют проекты капиталовложений, имеющих чистую приведенную стоимость. Другими словами, вложения внутри своей отрасли могут обеспечить фирме физический рост, но не реальное повышение благосостояния акционеров. В то же время, целевая компания, функционирующая в другой отрасли, может располагать хорошими инвестиционными возможностями, но испытывать недостаток финансирования для их реализации. В этом случае, проведение поглощения обеспечит перераспределение ресурсов с целью наиболее эффективного использования, что приведет к росту стоимости объединенной фирмы. В качестве примера можно привести приобретение американским производителем сигарет компанией Phillip Morris фирмы General Foods (производителя продуктов питания), состоявшееся в конце 1987 года. На тот момент Phillip Morris располагала значительными объемами свободных денежных средств, однако перспективы их эффективного вложения в связи с развернувшейся компанией по борьбе с табакокурением полностью отсутствовали. General Foods, в свою очередь, испытывала недостаток финансирования, одновременно располагая потенциально эффективными проектами капиталовложений. По-

глощение обеспечило General Foods необходимым финансированием, а Phillip Morris – возможностью для наиболее эффективного вложения излишка денежных средств.[1]

Диверсификация

Диверсификация, в контексте данного исследования, означает приобретение фирм, занятых в отраслях экономики, отличных от отрасли, в которой функционирует компания-поглотитель. Основной целью такого приобретения является увеличение стабильности в денежных потоках. Как уже указывалось в анализе источников финансовой синергии, в случае если денежные потоки объединяющихся фирм не имеют абсолютно положительной корреляции, денежный поток объединенной компании будет более стабилен.

Анализируя зарубежную экономическую литературу, посвященную поглощениям, можно сделать вывод о том, что диверсификация является одним из наиболее спорных моментов поглощений. Речь в данном случае идет не о том, что диверсификация сама по себе не может быть признана как цель поглощения. Приведенные выше данные, касающиеся третьей волны поглощений в США, характеризовавшейся абсолютным доминированием конгломератных поглощений, наглядно подтверждают тот факт, что диверсификация во многих случаях играла и продолжает играть роль основного мотива проведения слияний. Зарубежные исследователи дискутируют преимущественно об экономической целесообразности диверсификации как цели, преследуемой операциями поглощений. В теории корпоративных финансов диверсификация рассматривается как весьма неудачный способ увеличения стоимости компаний. В подтверждение этого приводится следующее обоснование.

Менеджеры компаний, приобретая несвязанный бизнес, стремятся за счет диверсификации добиться увеличения стабильности денежных потоков и, как следствие, снизить риск наступления неплатежеспособности. Однако та же самая операция может быть проделана и самими акционерами. Для этого им достаточно самостоя-

---

[1] Gauphan P.A. “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings”, John Wiley & Sons, Inc., New York,1999,p.231

тельно определить подходящую компанию, чьи денежные потоки слабо коррелированны с денежными потоками основной фирмы, и купить ее акции на фондовом рынке. Другими словами, акционеры просто диверсифицируют свой инвестиционный портфель, причем с гораздо меньшими затратами. Таким образом, менеджеры компании фактически оказывают своим акционерам «медвежью услугу» расходуя значительные средства на то, что акционеры могут сделать самостоятельно, гораздо проще и дешевле.

Существует, однако, и другая точка зрения, рассматривающая диверсификацию не как экономически бесполезную операцию, но как способ сохранения и обеспечения жизнедеятельности компании. Обоснование диверсификации, как возможно необходимого этапа развития бизнеса, вытекает из теории организации, учитывающей различные аспекты внутрифирменных отношений и взаимодействия фирмы с окружающей бизнес-средой.

В процессе работы сотрудники компании вкладывают в ее деятельность свои знания и труд, т.е. осуществляют инвестиции в развитие бизнеса. Соответственно, у них отсутствует возможность акционеров предприятия сравнительно легко диверсифицировать свои вложения, поскольку они, в большинстве случаев, неотрывно связаны с конкретной фирмой. Ликвидация данного бизнеса приведет, очевидно, к потере подавляющей стоимости этих инвестиций. В этом случае диверсификация предоставляет как менеджерам, так и сотрудникам низового звена дополнительную возможность гарантировать сохранность бизнеса, их рабочих мест и, как следствие, сделанных в развитие компании инвестиций. Стабильность и безопасность работы, в свою очередь, ведет к более низким требованиям к заработной плате и, соответственно, к увеличению чистой прибыли предприятия, направляемой в том числе на выплату дивидендов акционерам.

С учетом вышеизложенного, диверсификация уже не представляется сделкой, абсолютно бесполезной для акционеров предприятия. В случае способности руководства компании эффективно управлять вновь приобретенным бизнесом, диверсификация может увеличивать стоимость компании. Наглядным примером успешной ди-

версификации является крупнейшая американская компания General Electric. Только за период с 1984 по 1997 год General Electric осуществила 44 приобретения, из них более 20 приобретенных фирм были мало связаны с основной деятельностью предприятия.[1] К настоящему моменту General Electric представляет собой конгломерат, успешно действующий в т.ч. на рынке страхования, телевизионных услуг, пластиковых карт, медицинского оборудования и др. В качестве ключевого элемента, обусловившего успешность стратегии диверсификации General Electric, можно выделить приобретение компаний, занимающих лидирующие позиции в своих отраслях. Другими словами, General Electric стремится приобретать не только активы, но и руководителей, обладающих необходимой подготовкой и, самое главное, практическим опытом успешного управления своим бизнесом.

Налоговые мотивы

Достижение налоговых выгод также может являться одним из существенных мотивов поглощения. Налоговые выгоды для приобретающей компании могут возникать в двух следующих основных случаях:

1. превышение рыночной стоимости активов поглощаемой компании над их балансовой стоимостью;
2. наличие у приобретающей фирмы значительных накопленных убытков.

В большинстве случаев рыночная стоимость активов предприятия мало соответствует их балансовой стоимости, что обусловлено влиянием инфляции, выбранной политикой амортизации и т.п. В силу этого при поглощении компания-поглотитель имеет возможность отразить в своем балансе купленные активы по их рыночной стоимости, как правило, значительно превышающей балансовую. Увеличение стоимости активов означает, в свою очередь, увеличение амортизационных отчислений и, следовательно, ведет к сокращение налогооблагаемой базы и увеличению денежного потока.

---

[1] Gauphan P.A. “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings”, John Wiley & Sons, Inc., New York,1999,p.231

Второй потенциальный источник налоговых выгод связан с возможностью использования поглощающей компанией убытков приобретаемой фирмы для снижения своей налогооблагаемой базы. Поглощающая компания, устойчиво получающая по итогам деятельности чистую прибыль, подлежащую налогообложению, может приобрести предприятие со значительным объемом накопленных убытков, что позволит ей снизить налогооблагаемую базу. Величина экономии на налогах зависит как от объема накопленных убытков, так и от способности поглощающей компании генерировать прибыль, достаточную для их эффективного использования.

Анализ российского налогового законодательства и, в частности, Федерального закона «О налоге на прибыль предприятий и организаций», показывает, что преследование налоговых выгод в качестве мотива поглощения может быть не слишком актуально для отечественных предприятий в силу следующих причин.

Во-первых, в отличие от американской практики, предусматривающей возможность списания убытков, накопленных за три года до поглощения, российское законодательство устанавливает гораздо более жесткие рамки. В соответствии с п.5 ст.6 ФЗ РФ "О налоге на прибыль предприятий и организаций" от уплаты налога освобождается часть прибыли, направляемого на покрытие убытка, полученного только в предыдущем году. Далее, прибыль может направляться на списание убытка в течение последующих пяти лет, в то время как американская налоговая система разрешает 15-летний срок списания. И, наконец, согласно п.7 ст.6 ФЗ РФ "О налоге на прибыль предприятий и организаций" данная налоговая льгота не должна уменьшать сумму налога более чем на 50 %, т.е. поглощающая компания сможет списать за счет убытка не более 50 % получаемой прибыли.

Достижение контроля над рынком

Среди основных мотивов, преследуемых поглощениями, достижение контроля над рынком, с точки зрения общественного благосостояния и социальных последствий, имеет абсолютно негативный характер.

Контроль над рынком (market power) можно определить как способность фирмы устанавливать и поддерживать цены на производимую продукцию, превышающие уровень цен, характерный для конкурентной экономики. Достижение посредством поглощения конкурирующих фирм контроля над рынком фактически является попыткой монополизации соответствующих рынков сбыта.

Исследования зарубежных экономистов не дают ясного ответа на вопрос, насколько часто фирмы, участвующие в поглощениях, преследуют основной целью достижение монопольного положения в своей отрасли. В частности, в 1983 году американский ученый Роберт Стилман в попытке ответить на данный вопрос проанализировал небольшую выборку из 11 фирм, поглощение которых стало предметом судебного преследования со стороны антимонопольных органов.[1] Результаты исследования не подтвердили точку зрения о том, что данные поглощения преследовали цель достижения контроля над рынком. К таким же выводам пришел и американский экономист Эпсен Экбо на основе анализа более представительной выборки из 126 поглощений, имевших место в 80-х гг. в добывающей и перерабатывающей промышленности США.[2]

Более поздние исследования, однако, обнаружили определенные тенденции монополизации в отдельных отраслях, развившиеся в результате ряда слияний и поглощений. Например, исследование И. Хан Кима и Виджея Сингала выявило, что слияния, произошедшие в отрасли авиаперевозок США в конце 80-х – начале 90-х гг. привели к росту тарифов на перевозки на маршрутах, обслуживаемых фирмами-участниками сделок.[1] К таким же выводам о наличии у объединяющихся фирм стремления к установлению контроля над рынком и извлечении монопольных сверхприбылей пришла и Джудит Шевалье, занимавшаяся исследованием тенденций в американской розничной торговле. По результатам проведенного исследования обнаружилось, что после серии поглощений супермаркетов, цены на реализуемые ими товары впо-

---

[1] Stilman R.S. "Examining Antitrust Policy Towards Mergers", Journal of Financial Economics,1983,№11,p.228

[2] Eckbo B.E. "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth", Journal of Financial Economics, 1983,№11,p.245

следствии выросли.[2] Необходимо отметить, что независимо от того, преследуют ли участники поглощения достижение контроля над рынком изначально, или поглощение вне зависимости от их намерений может привести к монополизации, антимонопольные органы должны своевременно и жестко пресекать любые подобные сделки.

Заниженная стоимость активов

В экономической практике случаются ситуации, при которых рыночная стоимость активов фирмы может быть существенно ниже стоимости их замещения. Например, высокий уровень инфляции и общий спад американской экономики в конце 70-х – начале 80-х гг. XX века привел к возникновению т.н. «эффекта ножниц».

С одной стороны, рынок ценных бумаг находился в стагнации, отражая негативные ожидания инвесторов относительно темпов развития экономики. С другой стороны, инфляция привела к росту стоимости замещения активов по сравнению с балансовой стоимостью. Результатом этого явилось существенное превышение стоимости замещения активов над рыночной стоимостью многих американских компаний. Коэффициент «q Тобина», рассчитываемый как отношение рыночной стоимости фирмы к стоимости замещения ее активов, составлял 0,5 – 0,6. Таким образом, для фирм, предполагающих существенное расширение бизнеса и планирующих значительные капиталовложения, гораздо дешевле обходится приобретение уже действующего бизнеса. Предположим, что коэффициент «q Тобина» составляет 0,6. Даже допуская выплату премии поглощаемой фирме в размере 50 % ее рыночной стоимости, конечная стоимость сделки составит 90 % цены, которую компания-поглотитель уплатила бы в случае развития собственных производственных мощностей.

В качестве примера реализации подобного рода поглощений можно привести американские нефтяные корпорации, в начале 80 - х годов столкнувшиеся с возможностью приобретения запасов нефти более дешёвым способом, путём поглощения

---

[1] Kim E.H., Singal V. «Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry", American Economic Review,1993,№3,p.558

[2] Chevalier J. "Effects of Mergers in Supermarkets Chains", Journal of Financial Economics,1987,№2,p.230

действующих предприятий, а не разработкой новых месторождений. Например, компания “Chevron” купила компанию “Gulf Oil”, чтобы эксплуатировать принадлежащие ей нефтяные месторождения. Аналогично сталепрокатные компании заявляли, что дешевле купить существующий металлургический завод, чем строить новый, и в 1984 году корпорация LTV приобрела фирму Republic Steel за 700 млн. долларов[1].

Помимо стоимости замещения на принятие решения о проведении поглощения может влиять и т.н. «ликвидационная стоимость» (break-up value) целевой компании. Под ликвидационной стоимостью понимается общий объем поступлений денежных средств в случае ликвидации бизнеса и его продажи по частям. В настоящее время специалисты по поглощениям все больше склоняются к применению именно ликвидационной стоимости в качестве базы для оценки бизнеса.

Ликвидационная стоимость, так же как и стоимость замещения, может существенно превышать текущую рыночную стоимость бизнеса. В этом случае проведение поглощения с последующей ликвидацией приобретаемой фирмы может рассматриваться как обычная спекулятивная сделка, нацеленная на быстрое получение прибыли. Отношение к подобного рода поглощениям далеко не однозначно. С одной стороны, ликвидация любого бизнеса ведет к определенным негативным последствиям: в массовом порядке увольняются рабочие, обрываются связи с поставщиками и т.п. С другой стороны, если активы в результате ликвидации перемещаются в более эффективное использование, это, безусловно, ведет к повышению эффективности экономики и росту благосостояния общества.

Повышение эффективности

Повышение эффективности управления является одним из основных и, зачастую, доминирующих мотивов поглощений. Если менеджмент фирмы А более эффективен, чем менеджмент фирмы В, и если после поглощения уровень эффективности фирмы В достигает уровня фирмы А, поглощение несет не только частные выгоды

[1] Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент.-С.-Пб.:Экономическая школа,1997

для обеих компаний, но и выгоды в целом для общества. Уровень эффективности всей экономики в результате таких поглощений повышается.

Данная теория повышения эффективности управления в результате поглощения предполагает существование фирм, уровень эффективности операций которых находится ниже среднеотраслевого уровня. В качестве наиболее вероятных кандидатов на роль поглощающей компании выступают фирмы, оперирующие в том же или сходном виде бизнеса, поскольку именно они, скорее всего, располагают командой управляющих, обладающей всеми необходимыми знаниями и практическим опытом для повышения эффективности приобретаемой фирмы.

Повышение эффективности, как мотив поглощения, наиболее актуально для крупных хорошо известных компаний, приобретающих небольшие растущие фирмы. Как правило, такие фирмы управляются предпринимателями, сумевшими разработать уникальный продукт или услугу, пользующуюся активным спросом на рынке. Однако дальнейшее развитие подобных фирм может быть серьезно затруднено ввиду нехватки специфических управленческих познаний и опыта. Недостаток управленческих навыков и специальных познаний, таким образом, может явиться непреодолимым препятствием на пути развития бизнеса. В этом случае проведение слияния с крупной компанией, обладающей помимо необходимых управленческих ресурсов доступом к крупным источникам финансирования, развитой сбытовой сетью и т.п., является наиболее эффективным решением. В результате слияния происходит перенос управленческих ресурсов крупной компании, и в рамках объединенной фирмы возникает *управленческая синергия*.

Те же соображения могут в равной степени относиться и к объединению равнозначных компаний. Одна из них может обладать хорошо развитой маркетинговой службой, в то время как у другой более эффективно налажен производственный процесс. В случае слияния, помимо операционной синергии, возникающей за счет централизации соответствующих отделов, возникает и управленческая синергия, обусловленная комбинированием эффективных управленческих команд и увольнением менее профессиональных специалистов.

Учитывая вышеизложенное, логично предположить, что подобная управленческая синергия преследуется, в первую очередь, в горизонтальных и, менее активно, в вертикальных поглощениях. В то же время в цели проведения конгломератных поглощений также может входить достижение синергии за счет повышения качества управления. В этом случае речь идет уже не о дополнении управленческих способностей, поскольку компания-поглотитель ими может не располагать ввиду отсутствия опыта работы в конкретной отрасли, где планируется совершить приобретение. В конгломератном поглощении, неявно предполагается, что фактически любой может управлять приобретаемым бизнесом эффективней, чем существующий менеджмент.

На практике достаточно легко найти компании, в которых не до конца используются возможности снижения затрат, повышения производительности и т. п. из-за неэффективного управления (особенно эта ситуация актуальна для российских предприятий). В этом случае поглощение может рассматриваться как своего рода лекарство, которое хоть и не приятно, но приходится выпить, чтобы выздороветь. Несмотря на существование определённых разногласий по этому поводу, в целом вывод о полезности поглощения для предприятия с неэффективным менеджментом подтверждается практикой. Так, по данным исследования американского экономиста К. Палепу[1] в поглощённых компаниях фактические нормы доходности были относительно низкие в течение ряда лет до реорганизации. В периоды спада на рынках сбыта такие компании теряли свои позиции и быстро поглощались более крепкими конкурентами.

Личные мотивы управляющих

В рамках теории агентских конфликтов исследуется проблема взаимоотношений между акционерами и управляющими компаний (более подробно теория агентских конфликтов представлена в следующем параграфе). Исходное положение теории состоит в том, что управляющие далеко не всегда руководствуются исключительно интересами своих акционеров. Поглощение зачастую рассматривается управляющи-

[1] Palepu K., «Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis», Journal of Accounting and Economics»,1986,№5,p.58

ми не как способ обеспечить действительный прирост рыночной стоимости руководимого бизнеса, но как средство удовлетворения своих личных амбиций, выражающихся в стремлении управлять более крупной компанией, либо как средство повышения собственного материального благополучия. Размеры корпорации во многом определяют степень власти своих менеджеров, не говоря уже о том, что чем больше компания, тем на большую зарплату претендуют её руководящие работники. Специалисты по поглощениям[1] утверждают, что огромное количество подобных сделок было обусловлено не соображениями экономической целесообразности, а амбициями высшего менеджмента.

Теория, согласно которой личные мотивы управляющих могут играть существенную роль в принятии решения о проведении поглощения, впервые получила научное обоснование и разработку в 1986 году в исследовании, проведенным известным американским экономистом Ричардом Роллом.[2] В своей работе он предположил, что хотя далеко не все поглощения могут быть объяснены личными амбициями управляющих, тем не менее, человеческий фактор в подобных сделках играет немаловажную роль. Степень влияния человеческого фактора может значительно варьироваться от сделки к сделке, однако, по итогам исследования, основные выводы которого впоследствии подтверждались работами других экономистов, можно однозначно утверждать о существенности личных мотивов управляющих, как фактора, влияющего на принятие решения о слиянии.

---

[1] Weston J.F, Chung K.S., Hoag S.E. "Mergers, Restructuring, and Corporate Control",Prentice-Hall, Inc.,New York,1990,p.279

[2] Roll R., "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers",Journal of Business,1986,№2,p.215

1.3. Поглощения в контексте теории агентских конфликтов

В начале параграфа, посвященного мотивам поглощений, указывалось, что конечной целью подобной экономической операции, как впрочем, и функционирования всей фирмы в целом, является максимизация благосостояния акционеров. Однако зарубежными экономистами уже давно признано, что менеджеры компаний далеко не всегда руководствуются исключительно заботой об интересах акционеров. Как уже отмечалось выше, личные мотивы управляющих могут играть далеко не последнюю роль в принятии решений, касающихся как оперативного управления, так и общей стратегии развития фирмы.

Тот факт, что акционеры предоставляют управляющим право принятия решений и делегируют необходимый объем полномочий для их реализации, обуславливает возникновение потенциального конфликта интересов, который рассматривается в рамках общей концепции – *теории агентских отношений*.

Агентские отношения возникают во всех случаях, когда один или несколько индивидуумов, именуемых принципалами, нанимают одного или нескольких индивидуумов, именуемых агентами, для оказания каких-либо услуг и наделяют их необходимыми полномочиями. В теории агентских отношений исследуются, как правило, два типа отношений, потенциально ведущих к возникновению агентских конфликтов:

- акционер – менеджер;
- акционер – кредитор.

В рамках данного исследования наибольший интерес для нас представляют агентские отношения между акционерами и менеджерами, подробному анализу которых и посвящен данный параграф.

Потенциальный агентский конфликт между акционерами и менеджментом возникает во всех случаях, когда управляющий фирмы владеет менее чем 100 % акций. До тех пор пока все экономические выгоды от деятельности фирмы несет лишь один человек, который сам ею и управляет, агентского конфликта не существует. Если

управляющий-акционер решит менее усердно работать, либо увеличит объем своих привилегий (роскошный офис, личный самолет и т.п.) все последствия такого решения будет нести исключительно он сам. В случае же, если ему принадлежит лишь часть бизнеса, то последствия неэффективной работы или чрезмерного потребления привилегий будут также разделять и другие акционеры. Подобная ситуация, когда действия управляющего идут вразрез с интересами акционеров, и называется агентским конфликтом.

Опасность возникновения агентских конфликтов представляется особенно актуальной в случаях крупных корпораций, где управляющие владеют, как правило, сравнительно небольшим пакетом акций. По мнению многих зарубежных специалистов в такой ситуации главной целью менеджеров, становится не максимизация благосостояния акционеров, но увеличение размеров управляемого бизнеса, что позволяет им увеличивать собственную власть, претендовать на более крупные оклады и т.п.[1] Все это, безусловно, ведет к необходимости контролирования действий менеджеров со стороны акционеров.

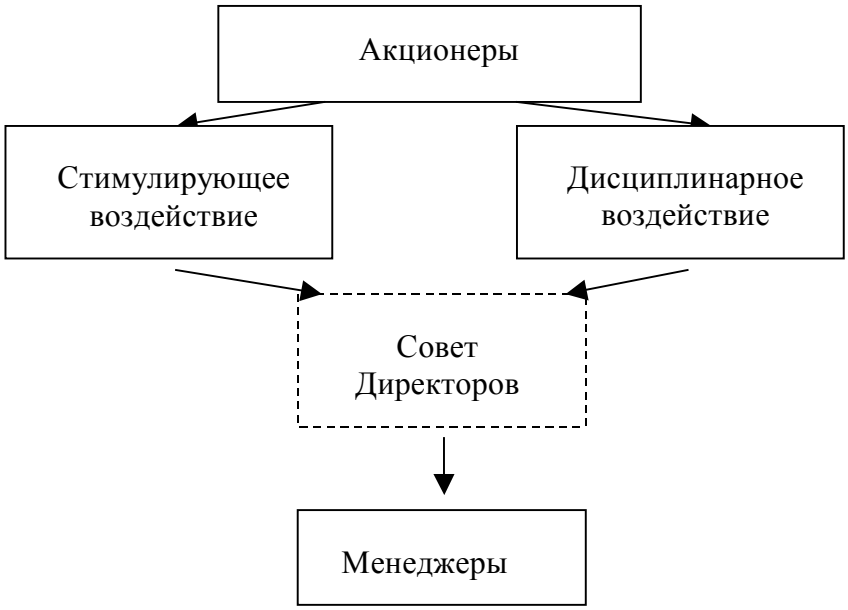
Как в зарубежном, так и российском законодательстве существуют специальные положения, регулирующие агентирование (ст.ст.1005 – 1011 ГК РФ), но в реальности акционеры, естественно, не заключают с управляющими агентских договоров на управление компанией. Агентский конфликт между акционерами и менеджерами возникает именно потому, что практически невозможно не только обеспечить эффективное исполнение, но и вообще разработать подобный договор. В силу этого, акционерам приходится прибегать к использованию других методов, позволяющих в той или иной мере обеспечить защиту их интересов как собственников бизнеса. Все разнообразие методов воздействия акционеров на управляющих можно с известной долей условности разделить на:

1. механизм внутреннего контроля;
2. механизм внешнего контроля.

---

[1] Бригхем Ю., Гапенски Л.. Финансовый менеджмент./Перевод с англ. под ред.Ковалева В.В.- С-Пб.:Экономическая школа,1997,стр.21

Схема № 1. Механизм внутреннего контроля деятельности управляющих



Как следует из приведенной схемы, в рамках механизма внутреннего контроля деятельности управляющих акционеры могут прибегать к методам стимулирующего и дисциплинарного воздействия. Данные методы, в зависимости от положений устава, предусматривающих разграничение компетенции между органами управления акционерного общества, реализуются акционерами либо непосредственно путем принятия соответствующих решений на собрании акционеров, либо через совет директоров.

Стимулирование деятельности управляющих обеспечивается взаимоувязкой их вознаграждения и показателями деятельности фирмы. В качестве основных инструментов, обеспечивающих такую взаимоувязку, можно выделить:

- колл-опционы;
- наградные акции.

Колл-опционы на приобретение акций управляемой компании получили наибольшее распространение в 50 – 60 гг. в США. Менеджеры фирм, наделенные колл-опционами, приобретали право покупки акций руководимой ими компании, в будущем по заранее фиксированной цене. Таким образом, подразумевалось, что

менеджер, получив подобный опцион, будет прикладывать все усилия для роста рыночной стоимости фирмы, приводящему, в свою очередь, к увеличению внутренней стоимости опциона. Однако, впоследствии, популярность таких опционов заметно сократилась в силу следующих причин.

В периоды спада деловой активности понижательные тенденции на рынке ценных бумаг затрагивают, как правило, всех эмитентов и курсы акций не обязательно отражают исключительно результаты эффективной работы конкретных менеджеров. В то же время в периоды инвестиционной активности тенденции к повышению курсов акций могут иметь место и у относительно слабо управляемых компаний. Все это может приводить к систематической переоценке или недооценке эффективности управления отдельных компаний.

Поэтому уже к началу 90-х гг. большинство крупнейших зарубежных корпораций внедрили и другие системы поощрения своих руководителей. Наиболее распространенным инструментом стимулирования менеджеров стали т.н. “наградные” акции (bonus shares). Наградными акциями наделяются управляющие, добившиеся значительных успехов в работе, при этом эффективность работы измеряется объективными показателями. В качестве таковых могут выступать рост доходов на акцию, рост прибыли на акционерный капитал и т.п. Такая увязка обеспечивает более эффективное стимулирование менеджеров, поскольку в данном случае их вознаграждение мало зависит от неподвластных им макроэкономических тенденций, влияющих на конъюктуру фондового рынка, но в большей степени определяется успехами в управлении конкретной компанией.

Дисциплинарное воздействие на руководство компании включает обширный набор различных мер, начиная от ограничений на совершение крупных сделок и заканчивая увольнением высшего менеджмента предприятия.

Необходимо отметить, что до недавнего времени, непосредственное вмешательство акционеров считалось не слишком эффективным способом влияния на действия управляющих. Однако, уже начиная с середины 80-х гг. повсеместной тенденцией стал рост влияния акционеров на политику, проводимую руководством

корпораций. В первую очередь, это обусловлено ростом доли институциональных инвесторов в совокупном акционерном капитале. Например, в Соединенных Штатах к началу 90-х гг. институциональные инвесторы контролировали порядка 45 % совокупного акционерного капитала и более 50 % акционерного капитала крупнейших американских корпораций.[1] Значительные объемы аккумулированных акций, с одной стороны, не позволяют институциональным инвесторам, в случае несогласия с деятельностью руководства отдельных компаний, просто “выйти из игры”, реализовав акции на рынке. В этом случае их ждут существенные потери, так как реализация крупных пакетов неминуемо приведет к обвальному падению рынка. С другой стороны, величина контролируемого акционерного капитала позволяет институциональным инвесторам активно вмешиваться в деятельность корпораций и оказывать давление на управляющих с целью заставить их учитывать интересы акционеров. Этот двоякий эффект привел к тому, что в случае неэффективной деятельности руководства компании для крупного акционера наиболее целесообразным становится не избавление от акций такой компании, но решительная борьба за свои права. Как показала практика 90-х гг. такая борьба становится все более успешной. Именно под давлением институциональных инвесторов были уволены ведущие специалисты в таких крупных организациях, как Lockheed Martin, General Motors, American Express и многих других. Исследования зарубежных экономистов подтвердили не только возрастание роли акционеров в управлении корпорациями, но и в целом позитивное влияние этих перемен.[2]

Совет директоров

Внутренний механизм контроля предполагает двойную роль совета директоров акционерного общества. Во-первых, совет директоров, являющийся по своей природе органом, представляющим интересы акционеров, выступает инструментом, с помо-

---

[1] Шарп У.Ф., Александр Г.Д., Бейли Д.Б. Инвестиции.-М.:ИНФРА-М,1997,стр.12

[2] См. например Holderness C.G., Sheehan D.P. “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Explanatory Analysis”,Journal of Financial Economics,1988,pp.317-346

щью которого собственники корпораций воздействуют на управление. В случае если совет директоров ограничивается исполнительскими функциями и обеспечивает лишь надлежащее претворение в жизнь решений акционеров, перед последними встает проблема самостоятельного контроля деятельности управляющих. Самостоятельный контроль предполагает наличие определенных расходов на его осуществление: т.н. «агентских затрат».

Агентские затраты равны нулю в случае, если акционеры занимают пассивную позицию и полностью абстрагируются от управления компанией, что неизбежно ведет к появлению агентского конфликта. В то же время агентские затраты могут быть весьма высоки, если акционеры стараются задействовать все доступные методы контроля и стимулирования.

Помимо того, что величина агентских затрат может существенно превысить положительный эффект от них, на практике акционеры все равно оказываются не в состоянии осуществлять всеобъемлющий контроль за действиями менеджеров. Ввиду этого, совет директоров должен играть не только исполнительскую роль, но и являться самостоятельным эффективным инструментом контроля качества управления. Фактически, сам механизм внутреннего контроля может считаться достаточно эффективным только при условии активной роли совета директоров, как первичного и наиболее важного органа, обеспечивающего эффективность действий управляющих и их соответствие интересам акционеров.

Эффективность действий совета директоров по обеспечению интересов акционеров являлась и продолжает являться предметом активных экономических исследований.[1] Анализ научных работ, посвященных данной тематике, позволяет сделать следующие выводы.

В целом, совет директоров занимает достаточно активную позицию в управлении акционерным обществом. В случае если результаты деятельности фирмы существенно ниже, чем в среднем по отрасли, вероятность вмешательства совета директоров

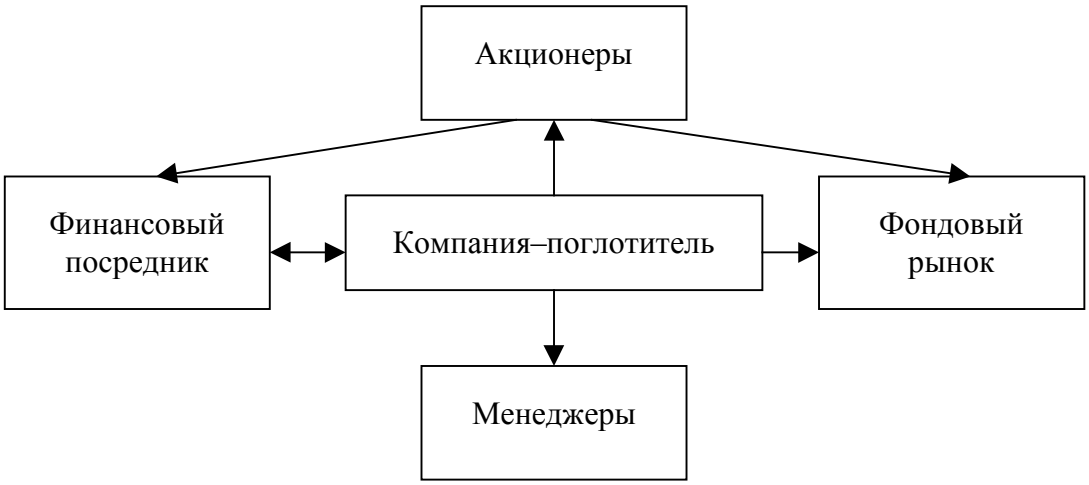
---

[1] см. например Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis",Journal of Financial Economics,1988,pp.293-315

и увольнения ведущих руководителей резко возрастает. Однако проблема становится гораздо сложнее, если снижающаяся эффективность имеет место в рамках всей отрасли. В данном случае для совета директоров становится затруднительно оценить степень вины менеджеров в неудачах компании. Более того, даже в случае наличия объективных обстоятельств, позволяющих оценить деятельность менеджмента как неудовлетворительную, совет директоров неохотно оказывает давление на управляющих, поскольку мероприятия, необходимые для оздоровления бизнеса в увядающей отрасли, зачастую включают продажу отдельных подразделений, увольнение работников и т.п.

С учетом этого, можно констатировать, что внутренний механизм контроля далеко не всегда оказывается достаточно эффективен. Поэтому, при определенных обстоятельствах, с целью защиты интересов акционеров, как владельцев бизнеса, возникает необходимость воздействия на управляющих и совет директоров извне.

Схема № 2. Механизм внешнего контроля деятельности управляющих



В рамках внешнего механизма контроля основным фактором, побуждающим менеджеров действовать в интересах акционеров, является угроза враждебного поглощения. Акционеры, недовольные политикой, проводимой управляющими, могут избрать два основных варианта действий:

1. *активные действия,* выражающиеся в поиске подходящей компании, с целью осуществления поглощения и смены менеджмента. Как правило, акционеры не занимаются таким поиском самостоятельно, но обращаются к финансовым посредникам, имеющим необходимый опыт организации подобных сделок. Например, в американской практике такие функции берут на себя инвестиционные банки.
2. *пассивные действия,* выражающиеся в продаже акций на фондовом рынке. Такие продажи, вкупе с негативными ожиданиями инвесторов относительно будущего неэффективно управляемой компании, приводят к существенному снижению стоимости акций и, соответственно, облегчают поглощение.

Анализируя зарубежную экономическую литературу, можно отметить существование полярных точек зрения на эффективность враждебных поглощений, как инструмента регулирования агентских проблем. Например, известный американский экономист Е.Ф.Фама, анализируя различные механизмы корпоративного контроля, приходит к выводу о том, что основным фактором, стимулирующим менеджеров действовать в интересах акционеров, является конкуренция на рынке управленческих кадров. При этом, угроза враждебного поглощения рассматривается как самое последнее, но далеко не самое эффективное средство контроля деятельности управляющих.[1]

Противоположной точки зрения придерживаются М.С.Дженсен и В.Х.Меклинг, доказывающие в своем исследовании, что существуют ситуации, при которых враждебное поглощение обеспечивает хотя и затратный, но наиболее быстрый и эффективный способ повышения качества управления бизнесом.[2] К таким же выводам приходят и К.Г.Холдернесс и Д.П.Шиихан в своей работе, посвященной деятельности т.н. «рейдеров», т.е. компаний, осуществляющих враждебное поглощение.[3] Рассматривая деятельность шести наиболее активных рейдеров за период с 1977 по 1982 год и анализируя динамику курсов акций поглощаемых компаний, они приходят

---

[1] Fama E.F. "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy,04.80,p.296
[2] Jensen M.C., Meckling W.H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure",Journal of Financial Economics,1976,p.p.315-316
[3] C.G.Holderness, D.P.Sheehan, "Raiders or Saviors? The Evidence of Six Controversial Raiders", Journal of Finance and Economics,№4,1985,p.555-581

к выводу о том, что одним из результатов поглощений, безусловно, является повышение качества менеджмента. В 90 % случаев активные действия рейдеров приводили к росту рыночной стоимости целевых компаний. При этом повышение курсов акций, по мнению ученых, отражало ожидание рынка, что поглотители примут активное участие в управлении приобретаемым бизнесом и будут эффективней контролировать действия управляющих, либо вообще полностью сменят менеджмент.

Подводя черту, можно отметить, что в настоящий момент экономисты все больше склоняются к восприятию враждебных поглощений не как некой уродливой формы корпоративной борьбы и передела собственности, но скорее как к экономически абсолютно необходимому явлению. Неэффективный менеджмент наносит вред не только интересам акционеров, но и через неудовлетворительные экономические результаты отдельных компаний влияет на экономику в целом. С этой точки зрения враждебные поглощения можно рассматривать как перемещение активов в более эффективное использование, ведущее, в том числе и к росту общественного благосостояния в целом.

Говоря о механизмах контроля, обеспечивающих выравнивание интересов акционеров и управляющих предприятия, нельзя обойти вниманием и некоторые косвенные механизмы, также призванные обеспечить сглаживание агентских конфликтов, возникающих из разделения владения и управления. Одним из таких косвенных механизмов является т.н. «кодекс корпоративного поведения», представляющий из себя свод определенных правил наилучшего управления акционерными обществами.

Кодексы корпоративного поведения впервые были разработаны и получили широкое применение в странах с наиболее развитыми фондовыми рынками. По мере того, как они доказали свою эффективность в решении проблемы агентских конфликтов акционеров и управляющих, кодексы начали находить все большее применение и в странах с развивающимися рынками капитала (в настоящий момент последнюю стадию доработки проходит и российский кодекс корпоративного поведения).

Структурно, кодексы состоят из ряда глав, охватывающих принципы функционирования и порядок взаимодействия между основными органами управления обще-

ства, порядок совершения существенных корпоративных действий (реорганизаций, поглощений, крупных сделок с имуществом общества и т.п.), порядок раскрытия информации об обществе, контроль за финансово-хозяйственной деятельностью компании.

«Красной нитью», проходящей по всему кодексу корпоративного поведения, является защита интересов акционеров. Специалистами по корпоративному управлению уже достаточно давно признан тот факт, что для обеспечения надлежащего корпоративного поведения в отношениях между управляющими и акционерами, одного лишь законодательного регулирования явно недостаточно. Помимо того, что процесс изменений в законодательстве достаточно инерционен и некоторые положительные идеи успевают устареть еще до момента принятия поправок к законам, в законодательном порядке невозможно закрепить этику корпоративного управления. Данную проблему и призваны решать кодексы корпоративного поведения, которые, фактически, дополняют правовые акты но не буквой, а, скорее, духом предпринимательской этики. Именно в силу этого, основные положения кодексов носят декларативный характер, а сами кодексы не являются правовыми актами.

Тем не менее, декларативность кодексов не означает их полной необязательности. Процесс соблюдения основных положений кодексов, как правило, находится под пристальным контролем государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг. Они требуют от компаний раскрытия информации о том, насколько практика их корпоративного управления соответствует основным положениям кодекса, чем вызваны причины несоответствий, в случае если таковые имеют место. Такое раскрытие информации обеспечивает потенциальных акционеров и инвесторов информацией о качестве корпоративного управления в том или ином акционерном обществе, политике взаимотношений управляющих с акционерами, опасностях потенциальных агентских конфликтов. С учетом этого, кодекс не только сам по себе оказывает ограничивающее воздействие на менеджеров, сглаживая потенциальные агентские конфликты. Фактически, информация о том, насколько то или иное акционерное общество следует положениям кодекса в своей повседневной деятельности, позволяет акционерам

сделать предварительный выбор инструмента воздействия на менеджмент в случае его неудовлетворительной работы.

Таким образом, кодекс корпоративного поведения не только способствует развитию культуры и качества корпоративного управления, формированию этики предпринимательских отношений, но и выступает механизмом, позволяющим акционерам своевременно аккумулировать необходимый объем информации о деятельности менеджмента и реагировать на возникновение агентских конфликтов с использованием наиболее эффективных в конкретной ситуации инструментов.

2. Зарубежный опыт проведения операций поглощения и возможности его применения в российских условиях

2.1. Инструменты поглощения и специфика их применения

Как уже отмечалось выше, поглощения в зависимости от формы их проведения можно классифицировать на:

- ✓ дружественные;
- ✓ враждебные.

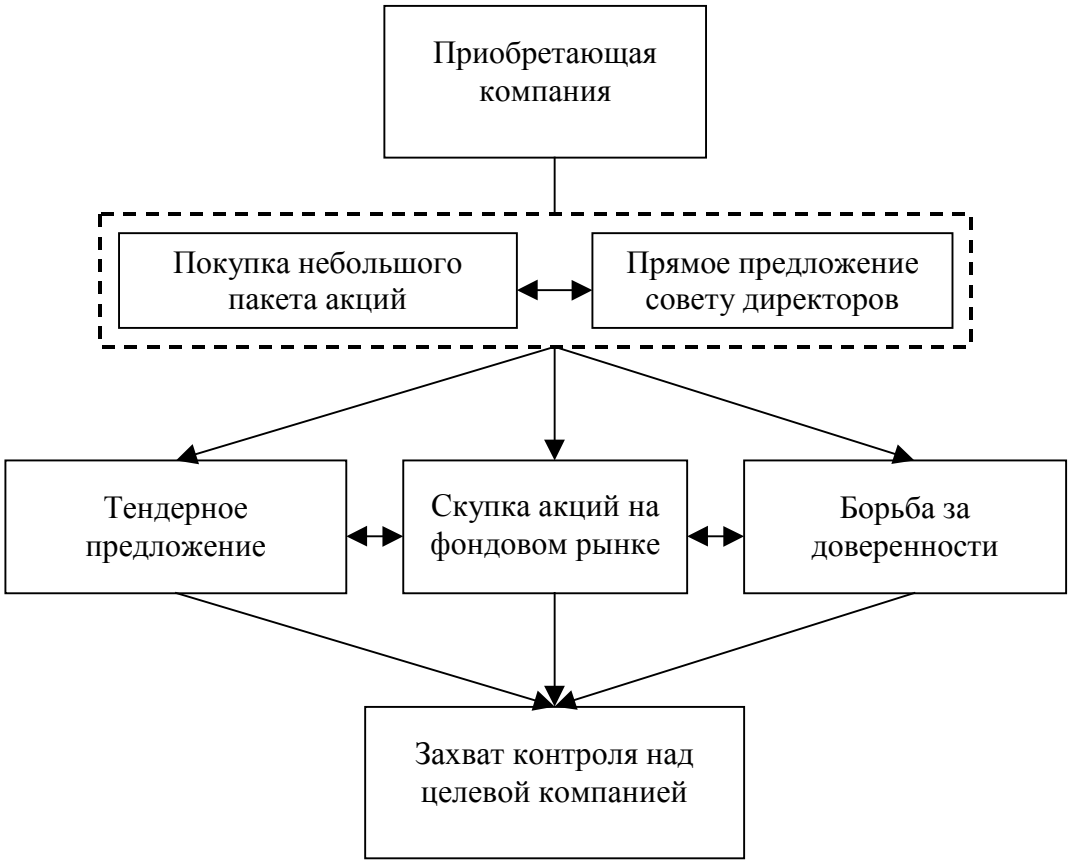
Дружественные поглощения предполагают согласие управляющих целевой компании на проведение сделки. В процессе переговоров с потенциальным покупателем происходит согласование параметров поглощения, разрабатывается соответствующий договор, который затем представляется собранию акционеров с рекомендацией управляющих утвердить сделку. В случае если менеджмент целевой компании не согласен с предложением приобретающей фирмы, последняя может попытаться осуществить *враждебное* поглощение и захватить контроль над целевой компанией вопреки воле ее управляющих.

Анализ зарубежной (и в особенности американской) практики враждебных поглощений позволяет выделить три основных инструмента, которыми могут воспользоваться приобретающие компании в борьбе за контроль над целевыми фирмами:

1. тендерное предложение (tender offer);
2. борьба за доверенности (proxy fight);
3. скупка акций на фондовом рынке (open market purchases).

Конечный выбор какого-либо инструмента поглощения или их комбинации зависит от множества факторов, действующих в данный момент времени в конкретной бизнес-среде. К числу таких факторов можно отнести степень развития рынков капитала и доступность источников финансирования, законодательное регулирование поглощений, финансовое положение приобретателя и т.п.

Схема № 3. Механизм враждебного поглощения



Прежде чем приступить непосредственно к борьбе за контроль и прибегнуть к использованию одного из трех инструментов захвата (или их комбинации), приобретатель может осуществить необходимые подготовительные мероприятия (на схеме они обведены пунктирной рамкой).

Первоначальная покупка небольшого пакета акций

Первым этапом поглощения может стать приобретение небольшого пакета акций целевой компании. Данная покупка служит своего рода плацдармом для проведения дальнейшей операции. Осуществляя приобретение акций, компания-поглотитель позиционируется как акционер целевой фирмы, что позволяет ей воспользоваться всеми вытекающими отсюда правами.

Несмотря на межстрановые различия в законодательстве, как правило, статус акционера наделяет приобретающую компанию следующими основными преимуществами:

- возможность внесения предложений в повестку годового собрания акционеров и выдвижения своих кандидатов в совет директоров;
- возможность ознакомления с реестром акционеров;
- возможность инициирования внеочередного собрания акционеров;
- более обширный доступ к информации, касающейся деятельности общества.

Учитывая небольшой размер первоначально аккумулируемого пакета, действительное значение для приобретателя имеет лишь позиционирование в качестве акционера, что накладывает на руководителей целевой компании определенные обязательства. С одной стороны, они должны предпринять все меры к отражению нападения, с другой, при этом не должно происходить нарушение прав и интересов акционеров. Таким образом, приобретая первоначальный пакет акций, рейдер обеспечивает себе возможность в любой момент времени подать иск на руководителей целевой фирмы, зачастую абстрагирующихся от интересов акционеров в процессе реализации защитных мероприятий.

Помимо обретения статуса акционера, первоначальная покупка акций может приводить к экономии на издержках слияния для приобретателя. Когда информация о планирующейся сделке достигает рынка, курс акций целевой фирмы немедленно взмывает вверх, поскольку все поглощения связаны с выплатой значительной премии за контроль. Соответственно, незначительные сделки по покупке акций, при отсутствии утечки информации, не дают повода участникам рынка задуматься о действительном назначении таких покупок. Пока приобретающая компания может скрывать свои истинные намерения и не позволяет распознать их даже по косвенным признакам, и, в частности, по проводимой скупке, для нее всегда будет возникать экономия на издержках поглощения.

Размер первоначально аккумулируемого пакета зависит, как правило, от правовых норм, регулирующих порядок раскрытия информации в поглощениях. В частности, в США, стране характеризующейся наиболее разработанной законодательной базой регулирующей слияния и поглощения, размер первоначально

аккумулируемого пакета не превышает 5 %. Это связано с требованиями Закона об обращении ценных бумаг от 1934 года и выпущенным в его развитие Закона Уильямса от 1968 года (специально предназначенного для регулирования поглощений), в соответствии с которыми компания-приобретатель обязана в течение 10 дней с момента приобретения 5 % акций какого-либо эмитента раскрыть существенную информацию о сделке. В раскрываемую информацию входят сведения о приобретателе, количество приобретенных акций, источники финансирования приобретения, цель сделки и т.п. Соответствующая информация должна быть направлена приобретателем в Комиссию по ценным бумагам и биржам, а также непосредственно руководителям фирмы, чьи акции были приобретены.

Такой порядок раскрытия информации фактически служит своеобразной системой тревожного оповещения как для потенциального объекта поглощения, так и для всех участников рынка ценных бумаг в целом. Целевая компания получает определенный резерв времени для организации защиты, в то время как фондовый рынок – в предвидении жаркой борьбы – реагирует значительным ростом курса акций объекта поглощения. Все это обуславливает для приобретателя необходимость перехода к более активным мероприятиям.

Прямое предложение совету директоров

Приобретающая компания может попытаться оказать давление на менеджмент целевой фирмы до принятия активных мер, прибегая к прямому предложению о поглощении совету директоров или т.н. “медвежьему объятию” (bear hug). При этом четко обозначается тот факт, что в случае отклонения сделанного предложения, незамедлительно последует прямое обращение к акционерам (например, в виде тендерного предложения).

Помимо психологического воздействия, «медвежье объятие» может иметь и еще одно полезное свойство. Как только информация о сделанном предложении становится широко известна, участники рынка ценных бумаг, занимающиеся рисковым

арбитражем, начинают аккумулировать пакеты акций целевой фирмы с намерением заработать значительную прибыль на их последующей продаже. Такая аккумуляция облегчает проведение поглощения. Даже если впоследствии приобретающая компания отказывается от своих намерений, зачастую, объект неудачных посягательств уже оказывается «в игре» и может быть поглощен другой фирмой. В качестве примера можно привести борьбу за контроль над американской компанией Fisher Scientific, развернувшуюся в 1997 году. Первоначально инициатором поглощения выступил холдинг Bass Brothers. Fisher Scientific удалось отбить это нападение, однако она уже оказалась «в игре» и впоследствии была поглощена компанией Thomas H.Lee & Co.[1]

Со стратегической точки зрения "медвежье объятие" может являться эффективной тактикой действий, только если приобретатель полагает реальным достижение согласия с управляющими целевой фирмы на проведение сделки. "Медвежье объятие" – наименее затратная тактика поглощения как с точки зрения временных, так и финансовых затрат. Кроме того, она в значительной степени позволяет избежать таких негативных последствий враждебного поглощения как увольнение ключевых работников целевой фирмы и т.п. Однако, в случае если приобретаемая фирма решается оказать упорное сопротивление, "медвежье объятие", как прием нападения, становится неэффективным. Более того, целевая фирма, заблаговременно извещенная о намерениях противника, получает дополнительное время для возведения надежной системы защиты.

Тендерное предложение

Тендерное предложение, в самом общем смысле, представляет собой прямое предложение о покупке акций акционерам целевой компании. Однако, столь расплывчатая формулировка на практике может вылиться в серьезные проблемы для всех участвующих в сделке сторон и, в первую очередь, для покупателя, поскольку тендерные предложения зачастую становятся предметами активных судебных разби-

[1] Gaughan P.A. "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings",John Wiley & Sons,NY,1999,p.245

рательств. Например, разночтения в понятии тендерного предложения могут привести к тому, что покупатель в процессе поглощения не выполнит требований закона, регулирующих порядок осуществления тендерных предложений, просто потому, что не считает свое предложение о покупке таковым.

Российское законодательство вообще не содержит такого понятия как тендерное предложение. Удивительно, но факт: американская нормативная база и, в частности, закон Уильямса от 1968 года, специально разработанный для регулирования тендерных предложений, также не содержит четкого определения данного термина. Фактически, проблема определения, является ли то или иное предложение о покупке тендерным предложением, была оставлена на усмотрение американской судебной системы.

В процессе судебных разбирательств был выработан специальный восьмифакторный тест, позволяющий судить о наличии тендерного предложения. В соответствии с ним предложение о покупке акций является тендерным предложением, если соблюдаются следующие условия:

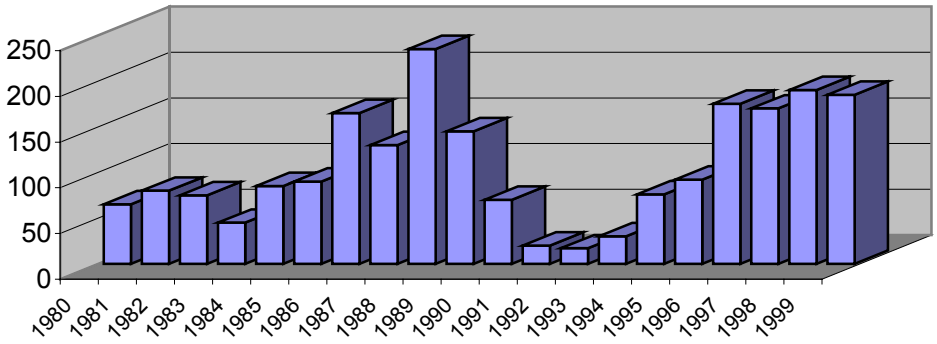
1) предложение о приобретении акций обращено ко всем акционерам и носит публичный характер;
2) предполагается покупка значительного пакета акций;
3) предложение о покупке содержит премию сверх сложившейся на данной момент рыночной цены акций целевой фирмы;
4) условия предложения скорее фиксированные, чем договорные;
5) в предложении о покупке содержится оговорка относительно минимально необходимого (и возможно максимально допустимого) объема предлагаемых к продаже акций, чтобы покупка состоялась;
6) предложение о покупке действительно в течение определенного промежутка времени;
7) существует определенное давление на акционера, побуждающее его продать акции;

8) публичное объявление планов покупки, касающихся целевой компании, предваряет либо совпадает с быстрой аккумуляцией крупных пакетов ее акций.

Приобретающая компания обычно прибегает к использованию тендерного предложения, когда имеются достаточные основания прогнозировать отрицательную реакцию на поглощение со стороны управляющих целевой фирмы.

Затраты, связанные с организацией тендерного предложения (оплата публикаций, подготовка и рассылка различных информационных материалов и т.п.) делают тендерное предложение наиболее дорогостоящим инструментом поглощения. Тем не менее, существующая статистика позволяет однозначно определить тендерные предложения как наиболее эффективный инструмент захвата контроля. За период с 1980 по 1999 год более 80 % всех тендерных предложений, имевших место в США, увенчались успехом. Это в немалой степени обусловлено тем, что тендерное предложение вводит объект поглощения в “игру”, и, даже в случае выбытия из числа участников его инициатора, у целевой фирмы сохраняются повышенные шансы на последующее поглощение со стороны вновь вступивших в борьбу приобретателей. Так за период с 1993 по 1997 год более 25 % кандидатов на поглощение, отстоявших свою независимость на первом этапе борьбы за контроль, впоследствии были все равно поглощены.[1]

Диаграмма № 2. Тендерные предложения за период с 1980 по 1999 гг.



Источник: Mergestat Review, 2000

[1] Mergestat Review,1998,p.85,1999,p.38

Как видно из представленной диаграммы, тендерные предложения получили наибольшее распространение во время четвертой волны слияний, когда к услугам рейдеров существовал и активно развивался рынок т.н. “бросовых” облигаций (junk bonds), обеспечивавший необходимое финансирование. Коллапс данного рынка в 1989 – 1991 гг. привел к существенному снижению использования тендерных предложений, как, впрочем, и сделок по поглощениям в целом. Начиная с 1993 года, пятая волна слияний вновь вызвала повышенный интерес к тендерным предложениям, и обусловила практически непрерывный рост их использования вплоть до настоящего момента.

Финансовые возможности, законодательные ограничения и ряд других факторов определяют возможности приобретающей компании в процессе конструирования тендерного предложения. Тендерное предложение может являться:

1) в зависимости от количества приобретаемых акций:
   a) частичным (partial offer), при котором покупатель заранее оговаривает предполагаемый размер приобретаемого пакета;
   b) полным (any-or-all offer), при котором покупатель готов выкупить все предложенные ему акции;
2) в зависимости от формы платежа:
   a) оплачиваемым полностью наличными денежными средствами (all-cash offer);
   b) предусматривающим оплату ценными бумагами, либо комбинацией ценных бумаг и наличных денежных средств;
3) в зависимости от цены оплаты приобретаемых пакетов акций:
   a) полным выкупом всех предполагаемых акций по единой цене;
   b) т.н. «двухъярусным» (two-tiered) выкупом, при котором первоначально оговоренный пакет, позволяющий установить эффективный контроль, оплачивается по одной цене; выкуп оставшейся части акций осуществляется по другой, как правило меньшей, цене;
4) в зависимости от количества предложенных к выкупу акций:

a) отзывным, при котором в случае, если к выкупу не будет предложен контрольный пакет акций тендерное предложение аннулируется;
b) безотзывным, при котором поглотитель приобретает все акции, предложенные к выкупу вне зависимости от наличия контрольного пакета.

Механизм тендерного предложения

Механизм тендерного предложения представляется наиболее целесообразным рассмотреть в рамках практики, сложившейся в Соединенных Штатах, поскольку, как уже отмечалось, именно в США враждебные поглощения получили наибольшее распространение и именно в американском законодательстве враждебные поглощения в целом и процедура тендерного предложения, как инструмента борьбы за контроль в частности, наиболее детально регламентированы.

Формирование группы участников тендерного предложения

Первым этапом тендерного предложения, как правило, является создание группы участников, необходимых для эффективного проведения операции. Сюда могут входить:

1. инвестиционный банк;
2. юридическая фирма;
3. т.н. «информационный агент»;
4. депозитарный банк.

Инвестиционный банк играет ключевую роль в проведении поглощения и в большинстве случаев выполняет две основные функции: консультирование и финансирование. Выступая в качестве советника, инвестиционный банк консультирует приобретателя по широкому кругу вопросов: начиная от финансовой оценки объекта поглощения и заканчивая методами организации скупки его акций. Кроме того, банк, зачастую, выполняет функции координатора всей операции, обеспечивая эффектив-

ное взаимодействие внутри группы. В случае, если покупатель испытывает недостаток собственных средств для завершения поглощения, банк может самостоятельно организовать выдачу ссуды, либо иным образом обеспечить финансирование (например, в четвертой волне слияний банки активно финансировали сделки с помощью «бросовых» облигаций).

Враждебные поглощения в подавляющем большинстве случаев сопровождаются активными судебными разбирательствами, инициируемыми как приобретателем, так и целевой компанией. В отдельных случаях приобретателю приходится иметь дело с Федеральной Торговой Комиссией, занимающейся антимонопольным регулированием. С учетом этого, для рейдера жизненно важно заручиться квалифицированной юридической помощью, для чего и привлекается юридическая контора. Юристы играют ключевую роль, как в защите самого приобретателя, так и в эффективном «торпедировании» системы защиты целевой фирмы. Фактически, большинство защитных мероприятий, предпринимаемых с целью отбить враждебное поглощение, потенциально ущемляют интересы акционеров, чем и могут воспользоваться юристы для организации судебного иска, ведущего, при благоприятном исходе дел, к их нейтрализации.

«Информационный агент» обеспечивает рассылку необходимых информационных материалов акционерам. Помимо этого информационные агенты с помощью телефонных контактов и почтовых отправлений стараются привлечь как можно большее количество акционеров к участию в тендере и убедить их согласиться на условия, предложенные приобретателем.

«Платежный агент» несет ответственность за организацию расчетов с акционерами по выкупаемым акциям и за соблюдение надлежащего порядка их выкупа. Приобретатель с помощью платежного агента имеет возможность в любой момент действия тендерного предложения оценить какой пакет акций уже аккумулирован и спрогнозировать возможный исход операции.

Раскрытие информации в тендерном предложении

После распределения функций внутри организованной команды, приобретатель может непосредственно приступить к осуществлению тендерного предложения. Тендерное предложение считается официально начавшемся в день, когда происходит хотя бы одно из следующих событий:

- публикация о тендерном предложении;
- реклама тендерного предложения;
- рассылка информационных материалов акционерам целевой компании.

В соответствии с требованиями закона приобретатель, после официального начала тендера, обязан незамедлительно раскрыть информацию о нем по установленной форме. В состав раскрываемой информации входят подробные сведения о целевой компании, приобретаемых ценных бумагах, источниках финансирования сделки, планах приобретателя по дальнейшему развитию целевой компании и т.д.

Срок действия тендерного предложения

Первоначальный срок действия тендерного предложения должен составлять как минимум 20 дней. В течение этого периода все существующие акционеры имеют право предъявить принадлежащие им акции к выкупу на предложенных приобретателем условиях. Однако фактические сроки большинства тендерных предложений существенно выходят за рамки 20-дневного периода в силу следующих причин.

Во-первых, компания-приобретатель имеет возможность пролонгировать срок действия предложения, если у нее имеются достаточные основания полагать, что в результате продления может быть набран необходимый пакет акций. При этом конкретные сроки действия пролонгированного предложения определяются приобретателем самостоятельно.

Во-вторых, срок тендера, в соответствии с требованиями закона, автоматически продлевается при изменении условий выкупа. При этом, если изменения условий носят не существенный характер (например, увеличивается размер пакета, предполагае-

мого к выкупу), акционеры получают дополнительно 10 дней на размышление, а само предложение о выкупе считается «дополненным предложением» (amended offer). В случае существенности изменений первоначальных условий (например, увеличении цены выкупаемых акций), акционеры располагают дополнительными 20-тью днями, поскольку считается, что было сделано «новое тендерное предложение» (new offer).

В третьих, в процессе тендера, к борьбе за контроль над целевой компанией, зачастую подключаются новые участники, выдвигающие собственные условия покупки (около четверти всех тендерных предложений, сделанных в США в 1998 году, характеризовались наличием как минимум двух конкурирующих покупателей). В случае поступления конкурирующего предложения о покупке, в распоряжении акционеров оказываются дополнительные 10 дней для обдумывания условий первоначально сделанного тендерного предложения, т.е. оно автоматически продлевается.

Все эти минимальные сроки, установленные в законодательном порядке, призваны, в первую очередь, дать акционерам целевой компании возможность принять обдуманное и взвешенное решение, т.е., другими словами, защитить их права. Те же цели преследует и законодательно установленная норма, согласно которой все акционеры наделены правом отзыва своих уже предложенных к выкупу акций в течение всего срока действия тендерного предложения.

Условия выкупа в тендерных предложениях

С целью побудить акционеров продать принадлежащие им акции приобретающей компании практически всегда приходится предложить цену выкупа, значительно превышающую действующие рыночные цены, т.е. выплатить премию за контроль. На практике с целью минимизации издержек и ускорения поглощения, приобретатели прибегают к использованию уже упоминавшегося «двухъярусного» тендерного предложения. Наиболее типичная форма такого тендера предполагает предложение о покупке контрольного пакета по одной цене, с выкупом оставшихся акций по цене зна-

чительно меньшей (более того, вторая часть, зачастую, оплачивается долговыми ценными бумагами, имеющими туманные рыночные перспективы).

Суть такой тактики сводится к неявному разбиению акционеров на две группы, одна из которых представляет контрольный пакет. Осуществляя дифференцированный подход к выкупаемым акциям, приобретатель фактически понуждает всех акционеров быстрее продать принадлежащие им акции, чтобы попасть в первую, привилегированную группу. Акционеры, не успевшие вовремя (до аккумулирования приобретателем контрольного пакета) продать акции, автоматически попадают во вторую группу с худшими условиями выкупа.

«Двухъярусные» тендерные предложения активно использовались в ходе четвертой волны поглощений в 80-х гг. и рассматривались как эффективная тактика, позволяющая приобретателям в определенной степени сократить изначально установленный законом минимальный 20-дневный период. Однако, в дальнейшем противники «двухъярусных» предложений, небезосновательно ссылавшиеся на негативный характер такой операции, выражающийся в фактическом понуждении акционеров к скорейшей продаже акций, добились изменения законодательных норм. В 1982 году с подачи Комиссии по ценным бумагам и биржам были приняты поправки к закону Уильямса, устанавливающие т.н. «период пропорционального выкупа» (proration period), действующий в течение 20 дней с начала тендерного предложения. Суть его заключается в том, что все акции, предложенные к продаже в течение 20 дней с момента начала тендера, должны быть оплачены пропорционально. Другими словами, у акционеров, с принятием этих поправок, по-прежнему имеется возможность размышлять в течение минимального срока действия тендерного предложения, не опасаясь упустить выгодные условия выкупа контрольного пакета.

В двухъярусном тендерном предложении конечная цена сделки может быть определена по следующей формуле:

$P_B = \alpha P_f + (1-\alpha)P_b$, где

P_B – ссуммарный платеж по сделке;

P_f – цена выкупа первого пакета, позволяющего установить контроль;

P_b – цена выкупа оставшихся акций;

α - размер первого пакета.

Помимо использования двухъярусного предложения приобретатель может также выбирать между частичным и полным тендерным предложением. Как уже было отмечено выше, полное предложение подразумевает выкуп всех 100 % акций, в то время как частичное нацелено прежде всего на покупку лишь контрольного пакета.

Частичное предложение невыгодно для акционеров целевой компании, поскольку после выкупа контроля им уже не приходится рассчитывать на получение значительной премии. Негативный эффект частичного предложения относительно сглаживается за счет пропорциональной скупки предложенных акций, обязательность которой, как и в случае двухъярусного предложения, установлена законом. Тем не менее пропорциональный выкуп всего лишь обеспечивает равенство между акционерами, но не гарантирует им получение дополнительных доходов от выплаты премии. В связи с этим для приобретателя существует опасность того, что менеджмент целевой компании легко сумеет убедить акционеров не соглашаться на условия тендера, по крайней мере до тех пор, пока не будет предложен полный выкуп.

Возможности использования тендерных предложений в российских условиях

Планируя тендерные предложения, американские компании, в первую очередь, ограничены требованиями закона, обеспечивающими надлежащий учет интересов акционеров целевой компании.

Анализ российского законодательства позволяет говорить о фактически неограниченных возможностях конструирования тендерных предложений. Фактически все российское законодательное регулирование тендерных предложений представлено положениями ст.80 ФЗ "Об акционерных обществах", касающимися приобретения каким-либо лицом 30 и более процентов обыкновенных акций общества.

Согласно п.1 данной статьи, лицо, имеющее намерение самостоятельно или со своим аффилированным лицом приобрести 30 и более процентов акций открытого

акционерного общества, с учетом количества уже принадлежащих ему акций, обязано не позднее чем за 30 дней до даты приобретения направить обществу письменное заявление о намерении приобрести акции. Это позволяет приобретателю аккумулировать более чем значительный пакет акций до официального раскрытия своих намерений. Например, приобретатель может аккумулировать 29 %-ный пакет и отложить покупку 1 % акций на 30 дней с направлением целевой компании соответствующего уведомления. Таким образом, в российских условиях приобретатель имеет гораздо больше возможностей экономить на издержках слияния и приобретать акции по текущим рыночным ценам, без выплаты премии за контроль, поскольку официальная информация о планирующейся сделке доходит до рынка гораздо позже.

Далее, п.2 ст.80 обязывает лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом приобрело 30 и более процентов акций общества, в течение 30 дней предложить акционерам продать принадлежащие им акции по цене не ниже средневзвешенной цены приобретения акций общества за последние шесть месяцев, предшествующие дате приобретения 30 или более процентов акций. Данное положение, очевидно, призвано защитить акционеров, оставшихся после выкупа контрольного пакета. Оно позволяет им рассчитывать на некую "справедливую" цену выкупа, определяемую исходя из цен предварительно скупленных акций.

Минимальный фактический срок тендерного предложения в российских условиях ограничен 30 днями, поскольку в соответствии с п.4 ст.80 акционер вправе принять предложение о приобретении акций в срок не более 30 дней с момента получения предложения. При этом в российском законодательстве, в отличие от американского, не оговорены какие-либо возможности продления данного срока в случае наступления определенных событий (изменения условий выкупа, поступления конкурирующего предложения и т.п.).

Закон "Об акционерных обществах" предусматривает весьма ограниченный объем направляемой акционерам информации. Согласно п.5 ст.80 предложение о приобретении включает:

- наименование и местонахождение приобретателя;

- количество выкупаемых акций;
- цена и срок приобретения.

Другими словами, в российских условиях акционеры имеют гораздо меньший объем, а с учетом ее качественного состава, вообще никакой информации об условиях сделки, позволяющей им принять взвешенное решение. Приобретатель не обязан раскрывать свое финансовое положение, сообщать об источниках финансирования сделки и т.д.

Наконец, п.7 ст.80 предусматривает, что лицо, приобретшее 30 или более процентов акций общества с нарушениями требований ст.80, вправе голосовать на общем собрании акционеров по акциям, общее количество которых не превышает 30 процентов голосующих акций общества. При этом в законе не определено на каком именно собрании действуют такие ограничения. Ограничение приобретателя по голосованию сверх 30 %-ного пакета на всех собраниях акционеров, может быть легко оспорено в судебном порядке, как нарушающее права и интересы акционера. Поэтому, на практике, вся ответственность приобретателя за несоблюдение порядка приобретения акций, установленного ст.80, может ограничиться лишением его права голосования по акциям сверх 30 %-ного пакета на единственном собрании акционеров.

Столь малая и, кроме того, недоработанная законодательная база обуславливает неограниченные возможности для приобретателя в использовании самых различных форм тендерного предложения. В частности, ничто не препятствует применению дифференцированных цен выкупа по отношению к разным пакетам акций. Приобретатель может эффективно использовать двухъярусное предложение с назначением большей цены за контрольный пакет и значительно меньшей за остальные акции. Нижний ценовой лимит, который обязана предложить приобретающая фирма, ограничен, как уже отмечалось, "средневзвешенной ценой приобретения акций общества за последние шесть месяцев, предшествующие дате приобретения 30 или более процентов акций общества". Приобретатель может также использовать частичное тендерное предложение, например с выкупом 51 % акций, а кроме того лимитировать

сроки тендера. Акционеры, не успевшие предложить свои акции к продаже, не смогут рассчитывать на какой-либо пропорциональный выкуп.

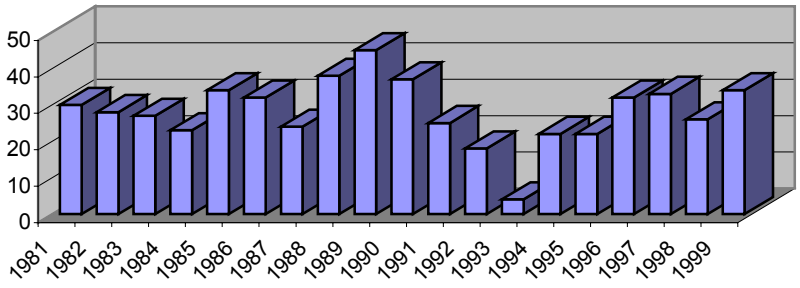
Подводя итог, можно отметить, что абсолютно все формы и методы тендерных предложений, описанные в начале параграфа, могут широко и практически без ограничений применяться в российской практике. При этом акционеры целевой компании абсолютно не защищены от негативных последствий отдельных форм выкупа, ввиду фактического отсутствия законодательных норм, нацеленных на защиту их интересов.

Борьба за представительство

Борьба за представительство представляет собой тактику поглощения, при которой акционер или группа акционеров пытаются при помощи механизма голосования в акционерном обществе сместить менеджмент целевой фирмы, избрать своих управляющих и, таким образом, захватить контроль.

Борьба за представительство является, после тендерных предложений, второй наиболее часто используемой формой борьбы за корпоративный контроль. Приведенная ниже диаграмма позволяет проследить динамику использования этой формы борьбы за период с 1981 по 1999 год в США.

Диаграмма № 3. Борьба за представительство в США в 1981 – 1999 гг.



Источник: Mergestat Review, 2000

Как видно из представленной диаграммы, наиболее активно борьба за представительство развивалась в конце 80-х – начале 90-х гг., когда с коллапсом рынка бро-

совых облигаций рейдеры фактически лишились доступа к заемным финансовым ресурсам, необходимым для проведения тендерных предложений. После существенного спада в 1991 – 1993 гг., обусловленного общим сокращением слияний и поглощений, борьба за представительство, начиная с 1994 года, вновь стала широко применяться.

Борьба за представительство, как инструмент враждебного поглощения, базируется на проблеме т.н. «апатии акционеров» (shareholder apathy). Смысл ее заключается в том, что акционеры достаточно редко проявляют стремление к активному и непосредственному участию в управлении принадлежащим им бизнесом. В случае несогласия с политикой управляющих у акционеров существует возможность «проголосовать ногами», т.е. просто избавиться от акций компании, продав их на фондовом рынке.

Проблема апатии касается, в первую очередь, мелких акционеров, не имеющих возможности в силу незначительности принадлежащих им пакетов акций, непосредственно влиять на политику управления акционерным обществом. Однако и крупные акционеры, как показывают исследования зарубежных экономистов, также не стремятся принимать активное участие в деятельности компаний. Хотя в последние годы, как уже отмечалось, активность институциональных инвесторов в борьбе за свои права существенно возросла, тем не менее они по-прежнему стараются минимально вмешиваться в дела фирмы, за исключением ситуаций, когда само будущее неэффективно управляемого бизнеса находится под вопросом.

В ситуациях, когда акционеры не желают или не имеют возможности голосовать на собраниях акционеров, принятие необходимых решений обеспечивается с помощью голосования через доверенных лиц (представителей). При таком голосовании акционер выписывает доверенность на какое-либо лицо, предоставляющую последнему право голосовать по всем вопросам, обсуждающимся на общем собрании акционеров. Борьба за право представлять интересы акционеров на собрании и называется борьбой за представительство.

В зарубежной практике враждебных поглощений принято выделять две основные формы борьбы за представительство:

1) борьба за места в совете директоров. Введение своих кандидатов в совет директоров позволяет приобретателю установить контроль над деятельностью целевой фирмы, поскольку именно совет директоров отвечает за определение основных направлений деятельности фирмы, выносит на утверждение собрания акционеров ключевые вопросы, в том числе предложения о приобретении, назначает генерального директора и т.п. Необходимо отметить, что назначение генерального директора в зарубежной практике, как правило, отнесено именно к компетенции совета директоров, если уставом общества не предусмотрено иное. В российском законе «Об акционерных обществах» действует обратный порядок избрания генерального директора. Согласно п.8 ст.48 ФЗ «Об акционерных обществах» образование исполнительного органа общества, досрочное прекращение его полномочий относится к компетенции собрания акционеров, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров. Поэтому прежде, чем предпринимать попытки к установлению контроля над советом директоров, приобретающей фирме необходимо тщательно изучить устав целевой компании в части, касающейся выборов исполнительного органа общества.

2) борьба за утверждение на собрании акционеров предложений управляющих. В частности, управляющие могут выносить на утверждение собрания акционеров предложения о приобретении, либо наоборот выступить с инициативой принятия поправок к уставу, нацеленных на защиту от враждебного поглощения (более подробный анализ возможных поправок приведен в следующем разделе).

Механизм борьбы за представительство

Инициатором борьбы может выступить потенциальный приобретатель, который, аккумулируя необходимое количество голосов через доверенности, предполагает сместить совет директоров на грядущем собрании акционеров. Кроме того, к началу борьбы за представительство могут привести попытки управляющих предпринять

существенные изменения в деятельности фирмы: осуществить крупную продажу активов, принять какие-либо защитные меры против враждебного поглощения и т.п.

На втором этапе начинается непосредственно сама борьба за голоса акционеров. Приобретающая фирма вступает в контакт с акционерами с целью убедить их голосовать по ключевым вопросам, касающимся контроля над компанией, так как это нужно приобретателю. В число таких вопросов, как правило, входят:

- ✓ смена совета директоров;
- ✓ одобрение предполагаемого поглощения;
- ✓ принятие защитных мер против враждебного поглощения (в этом случае приобретатель старается убедить акционеров, что принятие защитных мер нанесет вред, в первую очередь, самим акционерам, позволяя неэффективному менеджменту закрепиться на своих позициях).

Третий этап включает непосредственно сам процесс голосования. С целью обеспечить надлежащий контроль за процедурой голосования в процессе подсчета голосов участвуют представители обеих противоборствующих сторон. Несмотря на это, результаты голосования впоследствии, зачастую, становятся предметами активных судебных разбирательств.

Борьба за представительство является одной из наименее затратных тактик враждебного поглощения. Однако ее эффективность по сравнению с тендерными предложениями также значительно ниже. Согласно результатам исследования американских экономистов П.Р.Додда и Д.Б.Уорнера, за период с 1962 по 1978 год из 96 случаев борьбы за представительство в советах директоров компаний, имеющих листинг на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, внешним акционерам удалось получить большинство в совете директоров лишь в 20 % случаев.[1] Более поздние исследования также отмечают несколько возросшие (порядка 30 % случаев),

[1] Dodd P., Warner J.B. "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests",Journal of Financial Economics,1983,p.423

но по-прежнему не слишком значительные шансы на успех борьбы за представительство для потенциальных приобретателей.[1]

Помимо небольшой эффективности в деле захвата контроля, борьба за представительство также имеет и другой серьезный недостаток: в случае, если исход борьбы для претендента на контроль оказался неудачным, у него отсутствуют возможности каким-либо образом компенсировать затраты, связанные с оплатой услуг инвестиционного банка, юридических фирм и т.д.

Тендерное предложение, по сравнению с борьбой за представительство, сопряжено для приобретателя с гораздо большими расходами, однако в случае неудачи он может реализовать приобретенные акции на открытом рынке. Зачастую, такая реализация не только не приносит несостоявшемуся поглотителю убытков, но и может вести к получению значительных прибылей, особенно, если имеют место конкурирующие тендерные предложения.

Несмотря на наличие указанных недостатков, борьба за представительство продолжает оставаться тактикой, активно используемой в попытках враждебных поглощений, чему в немалой степени способствовало введение законодательных ограничений на возможности приобретателя в тендерных предложениях. Кроме того, в последнее время широкое распространение получила практика одновременного использования во враждебных поглощениях как тендерных предложений, так и борьбы за представительство. При этом последняя предназначена для первичного «пробивания» обороны противника, а тендерное предложение завершает процесс захвата контроля.

Возможности использования борьбы за представительство в российских условиях

Анализ российского законодательства показывает, что борьба за представительство, как инструмент враждебного поглощения, может активно использоваться и в российских условиях.

---

[1] DeAngelo H., DeAngelo L. "The Role of Proxy Contests in the Governance of Publicly-Held Corporations",Journal of Financial Economics,1988,p.41

Возможность представлять интересы акционера на общем собрании предусмотрена п.1 ст.57 ФЗ «Об акционерных обществах», согласно которому акционер имеет право на участие в общем собрании акционеров как лично, так и через своего представителя, действующего на основании доверенности. Более того, согласно п.2 той же статьи в случае передачи акции после даты составления списка и до даты проведения общего собрания акционеров акционер обязан выдать приобретателю доверенность на голосование или голосовать на общем собрании в соответствии с его указаниями. Другими словами, даже если акции были приобретены после даты составления списка акционеров, имеющих право на участие в собрании, новый собственник все равно может воспользоваться правом голоса по приобретенным акциям. Американское законодательство не предусматривает право голоса для приобретателя, купившего акции после даты составления списка акционеров, и не обязывает бывшего владельца выписывать какие-либо доверенности. Именно ввиду этого обстоятельства после составления списка акционеров, имеющих право голосовать на общем собрании, рыночная цена акций американских компаний, как правило, незначительно снижается, отражая потерю возможности борьбы за контроль над советом директоров.[1]

Как и в случае с тендерными предложениями, приобретатель, планирующий предпринять борьбу за представительство, в российских условиях стеснен гораздо меньшими административными ограничениями, чем в американской практике. В частности, американский Закон об обращении ценных бумаг от 1934 года предусматривает обязанность для приобретателя направить информацию по установленной форме в Комиссию по ценным бумагам и биржам за 10 дней до начала борьбы за представительство. Кроме того приобретатель обязан направлять в Комиссию также все информационные материалы, которые он планирует отправить акционерам, газетные публикации и т.п. Если Комиссия найдет, что информация приобретателя не совсем корректна, либо не полностью отражает сложившуюся ситуацию, ему придется вносить соответствующие исправления, дополнять представляемые сведения, либо во-

[1] Lease R.C., McConnell J.J., Mikkelson W.E. "The Market Value of Control in Publicly Held Corporations",Journal of Financial Economics,1983,p.465

обще отказываться от рассылки отдельных материалов. Российское законодательство никаких подобных ограничений на приобретателя не накладывает. Уже упомянутая ст. 57 ФЗ «Об акционерных обществах» кроме констатирования того факта, что акционер имеет право голосовать через доверенное лицо, не содержит иных существенных положений. Других нормативных актов, как-либо касающихся борьбы за представительство, в российском законодательстве не существует.

Скупка акций на рынке

Как уже было отмечено, приобретатель может приступить к аккумулированию акций целевой компании до начала тендерного предложения. В действительности, рейдер может вообще не прибегать к тендерному предложению, но попытаться скупить контрольный пакет путем ряда сделок на фондовом рынке (open market purchases).

В целях сокрытия истинных целей рейдер, как правило, не занимается непосредственно скупкой акций, но использует для этого аффилированные фирмы. Те же функции могут выполнять и профессиональные участники рынка ценных бумаг, в частности брокерские компании, которые приобретают акции целевой фирмы под гарантии их дальнейшего выкупа рейдером. До тех пор пока информация об истинных целях происходящих сделок, а также о конечном приобретателе, не становится общеизвестной, рейдер имеет возможность экономить на издержках поглощения.

После достижения 5 %-ного пакета в соответствии с американским законодательством приобретатель в течение 10 дней должен раскрыть всю существенную информацию о сделке и своих дальнейших намерениях в отношении целевой фирмы. Это десятидневное окно, как правило, активно используется рейдерами для существенного увеличения контролируемого пакета. На практике не являются редкими ситуации, когда за 10 дней до фактического обнародования своих намерений рейдер аккумулирует 20 и более процентов акций. Столь крупный пакет заметно повышает шансы на успех всей дальнейшей операции по захвату контроля. В частности, увели-

чивается вероятность успешного проведения тендерного предложения, поскольку рейдеру для установления контроля требуется выкупить значительно меньший пакет. Сэкономив на первоначальной скупке, приобретатель может увеличить цену выкупа и, таким образом, побудить акционеров принять участие в тендере. Крупный пакет также увеличивает шансы на успешный исход борьбы за представительство. Даже если приобретателю не удается получить большинство в совете директоров, тем не менее минимально необходимое представительство своих интересов он однозначно обеспечит. Наконец, крупный пакет акций позволяет рейдеру эффективно препятствовать отдельным защитным мероприятиям, предпринимаемым управляющими с целью не допустить враждебное поглощение.

Успех скупки акций на рынке, как тактики борьбы за контроль, в значительной мере обусловлен наличием т.н. «рисковых арбитражеров» (risk arbitragers), т.е. профессиональных участников рынка ценных бумаг, специализирующихся на перепродаже акций целевой компании в процессе борьбы за контроль. Как уже отмечалось, как только информация о планирующемся поглощении начинает доходить до рынка, арбитражеры приступают к аккумулированию акций целевой компании с целью их дальнейшей выгодной перепродажи. Таким образом, структура акционеров целевой компании может обуславливать определенные преимущества скупки акций на рынке перед тендерным предложением.

Одним из наиболее ярких примеров успешной реализации данной тактики стала борьба за контроль над американской компанией Allied Stores, развернувшаяся в 1986 году. Начало борьбы было положено тендерным предложением о приобретении 100 % акций Allied Stores по цене 66 долл. за акцию от Campeau Corporation. Спустя 6 дней после начала тендера к борьбе за контроль подключился известный американский предприниматель Эдвард Д.Дебартоло, предложившей от имени управляемой им частной фирмы, 67 долл. за акцию Allied Stores. Оценив шансы на успех своего тендерного предложения как весьма небольшие, Campeau Corporation отозвала предложение и в течение 30 минут после объявления об отзыве приобрела 48 % акций Allied путем нескольких сделок на фондовом рынке. Активную роль в быстрой аккуму-

ляции столь крупного пакета сыграла брокерская компания Jeffries Group, Inc., заранее выявившая необходимых акционеров и заручившаяся их предварительным согласием на продажу.[1]

По сравнению с тендерными предложениями, скупка акций на рынке несет, как правило, гораздо меньшие расходы для приобретателя. Сопутствующие издержки тендера (заполнение и рассылка информационных материалов, услуги консультантов и т.п.) по различным оценкам составляют порядка 11 – 13 % суммы уплачиваемой акционерам за выкупаемые акции.[1] При скупке акций на фондовом рынке основную статью расходов приобретателя составляют брокерские комиссионные, не превышающие 2 – 3 % от стоимости сделки.

Однако, скупка акций на рынке имеет и ряд недостатков по сравнению с тендерным предложением. Например, приобретатель, скупая акции, может не набрать контрольного пакета и оказаться в весьма непривлекательном положении миноритарного акционера. При этом, в случае обратной продажи акций, приобретатель скорее всего понесет значительные убытки. В тендерном предложении рейдер может заранее поставить необходимым условием выкупа предложение к продаже более чем 50 % акций. Если необходимый пакет не предложен, рейдер просто отзывает тендерное предложение.

Подводя итог, можно отметить, что скупка акций на рынке, как инструмент враждебного поглощения, считается наиболее эффективной в условиях, когда контрольный пакет акций целевой компании аккумулирован в руках сравнительно небольшого количества акционеров, предположительно согласных на продажу, при условии предложения определенной премии сверх текущих рыночных цен.

Российское законодательство устанавливает обязанность проведения тендерного предложения в случае покупки 30 и более процентов акций какого-либо акционерного общества. Данные требования содержатся в уже анализировавшейся ст.80 Закона «Об акционерных обществах». Однако, необходимо отметить, что законодательные

---

[1] Ingersoll B., “Campeau’s Purchase of 48% of Allied Was Illegal, SEC Will Argue in Court”,Wall Street Journal,October 1986,p.7

ограничения, на практике, могут быть легко обойдены. Например, приобретатель, аккумулировавший немногим менее 30 % акций, может обратиться к брокерским фирмам за помощью в выявлении крупных акционеров, готовых продать принадлежащие им акции. После выявления владельцев необходимого пакета и достижения предварительной договоренности о продаже, приобретатель направляет заявление о намерении совершить сделку целевой компании. Данное заявление должно быть направлено за 30 дней до даты фактического приобретения.[2] На первый взгляд, соблюдение данного требования закона представляет определенную опасность для приобретателя, поскольку проинформированный заблаговременно менеджмент целевой фирмы может попытаться отговорить акционеров от продажи акций, либо прибегнуть к использованию каких-либо защитных мер. Однако, тридцатидневный срок, оговоренный в законе, начинает течь с момента направления целевой компании заявления, но не с момента его фактического получения. Другими словами, на практике, приобретатель может отправить заявление о намерении приобрести акции за 30 дней, но отправить так, чтобы целевая компания получила заявление за 2-3 дня до фактического приобретения.

Кроме того, брокерские фирмы могут самостоятельно купить необходимый пакет под гарантии его дальнейшего выкупа приобретателем. Гарантия приобретателя может быть дополнительно подтверждена гарантией какого-либо крупного коммерческого банка. Такая операция получила в западной практике название «парковки акций» (parking) и, например в американском законодательстве, считается незаконной. Тем не менее, в российских условиях ничто не мешает приобретателю прибегать к «парковке», поскольку никаких ограничений в подобных случаях российское законодательство не предусматривает.

---

[1] Smiley R., «Tender Offers, Transactions Costs and the Theory of the Firm", Review of Economics and Statistics,1976,№58,p.29

[2] п.2, ст.80 ФЗ «Об акционерных обществах»

2.2. Разработка и реализация системы защиты от враждебных поглощений

Одной из наиболее характерных особенностей четвертой волны слияний и поглощений, имевшей место в 80-х гг. двадцатого века в США, стал значительный удельный вес враждебных поглощений в общем объеме сделок. Подавляющее большинство наиболее крупных сделок по приобретению компаний сопровождалось крайне жесткой борьбой за корпоративный контроль с привлечением огромных финансовых ресурсов. Несмотря на активное развитие различных инструментов поглощения, используемых приобретателями, в распоряжении целевых фирм первоначально оказался сравнительно небольшой набор зачастую недостаточно эффективных методов защиты. Однако, уже к концу 80-х гг., системы защиты, выстраиваемые целевыми фирмами на пути рейдеров, стали значительно более усложненными и продуманными. Крупные инвестиционные банки и юридические фирмы организовали специальные отделы, сотрудники которых во взаимодействии с управляющими целевых компаний, работали исключительно над внедрением и постоянным совершенствованием защитных мероприятий от враждебных поглощений. К началу 90-х гг. в 85 % крупнейших американских корпорациях имелись в наличии тщательно проработанные системы защиты.[1]

Все защитные меры, предпринимаемые компаниями с целью не допустить враждебного захвата контроля, можно с известной долей условности поделить на две категории:

- ✓ предварительные защитные мероприятия;
- ✓ последующие защитные мероприятия.

<u>Предварительные защитные мероприятия</u> (preventative antitakeover measures) используются, как правило, до возникновения непосредственной угрозы и начала активной борьбы за контроль. Такие меры получили название «акульих репеллентов» (shark repellents) именно потому, что играют роль своеобразного «отпугивающего» средства для потенциальных рейдеров.

В случае, если система предварительной защиты не сработала должным образом и компания все-таки оказалась объектом враждебных посягательств, в действие может быть введен комплекс последующих защитных мероприятий (active antitakeover measures), используемых непосредственно в процессе борьбы.

Предварительные защитные мероприятия

Первым шагом во внедрении комплекса предварительных защитных мероприятий является анализ структуры акционеров целевой компании. Определенные группы акционеров, например работники самой компании, как правило, негативно относятся к предложениям о приобретении, поскольку успешные поглощения в подавляющем большинстве случаев сопровождаются значительным сокращением персонала. Менеджменту вероятно не придется прикладывать значительных усилий, чтобы убедить работников голосовать против любых враждебных предложений о покупке. Кроме того, в отношениях с персоналом в распоряжении управляющих всегда есть значительный административный ресурс. Институциональные инвесторы, с другой стороны, стремящиеся к максимизации доходов управляемых ими инвестиционных портфелей, могут гораздо быстрее согласиться на условия приобретателя в случае, если он предложит достаточную премию к текущей рыночной цене акций целевой фирмы.

Помимо анализа структуры акционеров, целевая компания должна осуществлять постоянный мониторинг сделок с ее акциями на рынке ценных бумаг. Резкий рост объемов может свидетельствовать о наличии приобретателя, аккумулирующего акции до официального раскрытия информации. В крупных компаниях функции мониторинга могут быть закреплены за инвестиционными отделами, занимающимися операциями на фондовом рынке, либо для этих целей может быть привлечена аффилированная финансовая компания. В мелких фирмах ввиду незначительности либо вообще отсутствия оборота ее ценных бумаг на фондовом рынке (что особенно харак-

---

[1] Parker M. “Companies Not Ringed With Defensive Armor”,Pensions and Investments,1990,№20,p.21

терно в российских условиях) функция мониторинга может быть возложена на финансового аналитика.

После налаживания системы постоянного мониторинга движения акционерного капитала компания может перейти к непосредственному внедрению предварительных защитных мероприятий. В качестве наиболее распространенных предварительных мер можно выделить:

1. т.н. «отравленные пилюли» (poison pills);
2. изменения устава фирмы (corporate charter amendments);
3. т.н. «золотые парашюты» (golden parachutes).

«Отравленные пилюли»

В самом общем смысле, «отравленные пилюли» представляют собой ценные бумаги, выпускаемые целевой компанией и наделяющие акционеров особыми правами в случае наступления определенного т.н. «пускового» события (triggering event). В качестве такого события может выступать:

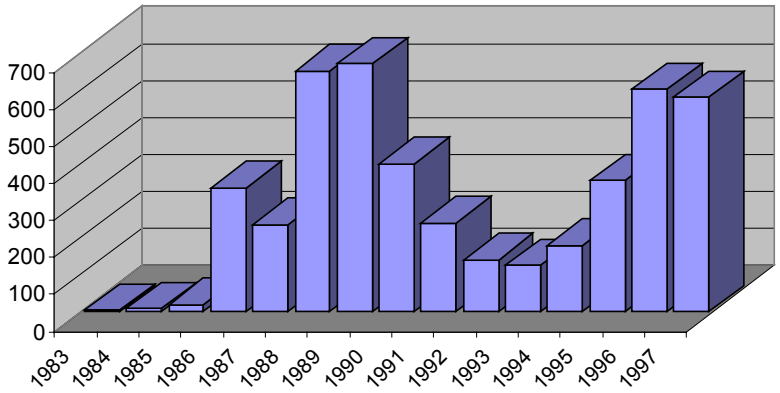
- ✓ приобретение 20 и более процентов акций фирмы каким-либо юридическим или физическим лицом;
- ✓ тендерное предложение на покупку 30 и более процентов акций.

Предоставляемые «отравленными пилюлями» права могут существенно варьироваться в зависимости от стратегии защиты, однако их главная цель всегда одна: существенно затруднить или вообще сделать практически невозможным враждебный захват контроля.

В большинстве случаев «отравленные пилюли» выпускаются по решению совета директоров и могут быть отозваны за символическую цену в любой момент до наступления «пускового» события. Такой порядок выпуска «отравленных пилюль» обеспечивает совету директоров возможности для маневра в случае, например, поступления дружественного предложения о приобретении.

«Отравленные пилюли», как метод защиты от враждебного поглощения, впервые были успешно использованы в 1982 году в борьбе между американскими компаниями El Paso Electric и General American Oil. На нижеприведенной диаграмме представлена динамика использования «отравленных пилюль» в США за период с 1983 по 1997 год.

Диаграмма № 4. Динамика применения «отравленных пилюль» в США.



Источник: P.A.Gaughan, «Mergers, Acqusitions, and Corporate Restructurings», John Wiley & Sons, NY, 1999, p.182

Как видно из диаграммы, пик использования отравленных пилюль совпал с пиком четвертой волны слияний, отличительной чертой которой явилась активная и исключительно жесткая борьба за корпоративный контроль. К середине 90-х гг., с началом пятой волны слияний, интерес к «отравленным пилюлям» снова возрос и к 1997 году внедрение «отравленных пилюль» стало общераспространенной практикой защиты от враждебных поглощений.

Развитие и постоянное совершенствование методов защиты привели к появлению различных форм «отравленных пилюль», в качестве которых, как правило, выступают:

1. выпуски привилегированных акций;
2. выпуски прав;
3. выпуски облигаций с пут-опционом.

Выпуск привилегированных акций

Выпуск привилегированных акций с определенными характеристиками явился, по существу, первой «отравленной пилюлей» в истории враждебных поглощений. Целевая компания, прибегающая к такой защите, распределяет среди своих акционеров дивиденды в форме конвертируемых привилегированных акций. Помимо фиксированных дивидендов, акционеры в случае наступления «пускового» события получают определенные права. В частности, условия выпуска могут предусматривать для всех владельцев привилегированных акций, за исключением враждебного приобретателя, право требовать от акционерного общества выкупа принадлежащих им акций за наличные денежные средства по максимальной цене, заплаченной рейдером за акции фирмы в течение последнего года. Кроме того, если приобретателю удается провести слияние, то привилегированные акции могут быть конвертированы в обыкновенные акции приобретателя с рыночной стоимостью, определяемой как и в первом случае. Нет нужды говорить о том, что в случае реализации таких прав контрольный пакет, аккумулированный рейдером, может быть немедленно размыт, сводя на нет все приложенные им усилия.

Однако, использование привилегированных акций в качестве «отравленных пилюль» несет и серьезные неудобства для приобретателя. В первую очередь, эмитент имеет право отзыва таких акций лишь по истечении достаточно длительного промежутка времени, как правило, не менее 10 – 15 лет. Во-вторых, выпуск привилегированных акций немедленно отражается самым негативным образом на структуре баланса предприятия с точки зрения финансового анализа. Финансовые аналитики, определяя степень финансовой зависимости компании, как правило, прибавляют привилегированные акции к долгосрочному долгу (поскольку в обоих случаях подразумеваются обязательность фиксированных платежей), что ведет к повышению делового риска фирмы, в свою очередь вызывающее увеличение премии за риск, требуемой инвесторами и кредиторами.

Эти недостатки обусловили невысокую привлекательность выпуска привилегированных акций как меры защиты от враждебного поглощения и вызвали повышенный интерес к разработке новых, более эффективных средств борьбы с враждебными приобретателями.

Выпуск прав

Развитие и совершенствование приемов защиты от враждебных поглощения привело к появлению нового типа «отравленных пилюль», в качестве которого выступил выпуск прав. Права представляют собой разновидность колл-опциона, эмитируемого акционерным обществом и наделяющим акционеров правом на покупку акций по фиксированной цене в течение определенного промежутка времени. Основным назначением выпуска прав является обеспечение преимущественного права акционеров купить акции дополнительной эмиссии. При этом обеспечивается как приток дополнительного капитала, так и сохранение текущей структуры акционерного капитала и исключение возможности его разводнения.

Выпуск прав, как инструмент защиты от враждебного поглощения, подразумевает несколько иные цели. Права на покупку акций распределяются среди акционеров в качестве дивиденда. В соответствии с условиями выпуска, владельцы прав получают возможность в течение определенного периода времени, как правило не менее 10 лет, приобрести акции общества по заранее оговоренной цене. В условиях выпуска, однако, предусматривается, что право на покупку акций начинает действовать только при условии наступления «пускового» события, например поступления тендерного предложения о выкупе 30 и более процентов акций. Именно в момент наступления такого события сертификаты прав рассылаются акционерам. Как и в случае с привилегированными акциями эмитент в условиях выпуска оговаривает возможность отзыва прав в течение всего срока их обращения за символическую цену до тех пор пока не наступило «пусковое» событие.

В зарубежных экономических источниках принято выделять две основные формы выпуска прав, выступающих «отравленными пилюлями»:

- ✓ выпуск т.н. «внешних» (flip-over) прав;
- ✓ выпуск т.н. «внутренних» (flip-in) прав.

Внешние права предполагают, что акционер целевой компании, по наступлении «пускового» события получает право на покупку акций приобретающей фирмы по цене, составляющей, как правило, не более 50 % текущей рыночной стоимости. Подобные условия способны серьезно осложнить установление эффективного контроля над поглощенной фирмой в силу реальной возможности разводнения пакета, аккумулированного рейдером, в результате реализации акционерами своих прав.

Однако у подобной «отравленной пилюли» существует и серьезный недостаток, который позволяет приобретателям при определенной тактике действий избежать разводнения контрольного пакета. Дело в том, что воспользоваться правом на покупку акций приобретающей фирмы, акционеры могут только в случае аккумулирования рейдером всех 100 % акций целевой компании и фактическим слиянием активов (при этом приобретенная фирма как юридическое лицо перестает существовать). С учетом того, что большинство приобретателей стремятся установить полный контроль над поглощенным бизнесом, внешние права обеспечивают защиту от значительного количества враждебных поглощений, но далеко не от всех. Если рейдер ограничивается лишь скупкой контрольного пакета, акционеры целевой компании лишаются возможности приобрести акции рейдера, поскольку обе фирмы продолжают существовать как отдельные юридические лица. В то же время 51 % акций уже позволяет приобретателю проводить все необходимые решения через собрания акционеров и, в частности, попытаться отозвать обращающиеся права, либо выкупить их с небольшой премией.

Указанные недостатки обусловили дальнейшую активную работу по совершенствованию методов защиты и привели к появлению и активному внедрению нового типа «отравленных пилюль» - *внутреннего* выпуска прав. Условия такого выпуска предусматривают, что в случае наступления «пускового» события акционер получают

право приобрести со значительной скидкой акции самой целевой фирмы. Данный тип «отравленной пилюли» обеспечивает разводнение акционерного капитала объекта поглощения вне зависимости от того, осуществляет ли приобретатель фактическое слияние активов, либо только приобретает контроль.

В целях наиболее эффективной защиты целевые компании прибегают к совмещению характеристик как «внешнего», так и «внутреннего» выпуска прав в рамках единого комбинированного выпуска. По данным исследования, проведенного американскими экономистами П.Х.Малатестой и Р.А.Уоклингом в 1988 году, около половины всех выпусков прав, выступающих в качестве «отравленных пилюль» являлись комбинированными.[1]

Выпуск облигаций с пут-опционом

Одним из последних нововведений в тактике борьбы за корпоративный контроль стало применение выпуска облигаций в качестве «отравленной пилюли». В условиях такого выпуска предусматривается право владельца облигаций в случае враждебного поглощения потребовать от слившейся компании выкупить облигации по номиналу в течение определенного промежутка времени.

Эмитент, прибегая к использованию данной «отравленной пилюли» рассчитывает на то, что в случае поглощения предъявление облигаций к выкупу может создать для приобретателя серьезные проблемы, связанные с недостатком необходимых финансовых ресурсов. Другими словами, наличие в обращении выпуска облигаций с подобными характеристиками значительно повышает издержки поглощения и, соответственно, снижает шансы целевой компании оказаться объектом внимания рейдеров.

«Отравленные пилюли», как уже отмечалось, могут быть сравнительно быстро отменены советом директоров целевой фирмы. Приобретатели могут попытаться воспользоваться этим путем осуществления тендерного предложения, фактический вы-

[1] Malatesta P.H., Walkling R.A. “Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure”,Journal of Financial Economics,1988,№20,p.370

куп акций в котором производится лишь после отзыва «отравленной пилюли». Чем выше предлагаемая премия, тем большее давление окажут акционеры целевой компании на свой совет директоров, которое может привести в том числе и к полной смене его состава. В целях защиты от подобного развития событий менеджмент может прибегнуть к использованию в выпуске прав т.н. «оговорки мертвой руки» (dead hand provision). Такая оговорка предусматривает, что отозвать «отравленную пилюлю» может только тот состав совета директоров, который существовал до начала борьбы за контроль.

Возможности использования «отравленных пилюль» в российских условиях

Анализ российского законодательства позволяет говорить о наличии существенных ограничений, обуславливающих неэффективность использования «отравленных пилюль» в российских условиях.

Возможность выпуска прав, хотя прямо и не предусмотрена в законодательстве, тем не менее и не запрещена. В частности, в ст.143 ГК РФ права на покупку акций прямо не упомянуты среди видов ценных бумаг, однако могут входить в состав «других документов, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг».[1] Закон «О рынке ценных бумаг» предусматривает наличие определенных характеристик, позволяющих отнести тот или иной документ к эмиссионной ценной бумаге. Согласно ст.2 данного закона эмиссионной ценной бумагой является любая ценная бумага закрепляющая совокупность имущественных и неимущественных прав, размещаемая выпусками и имеющая равный объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска. Порядок эмиссии прав на покупку акций позволяет говорить о том, что права обладают всеми необходимыми признаками, чтобы быть отнесенным к эмиссионным ценным бумагам в российском законодательстве.

[1] Ст.143 ГК РФ

В зарубежной практике размещение прав, как уже отмечалось, осуществляется в подавляющем большинстве случаев по решению совета директоров акционерного общества. Такой же порядок определен и российским законом «Об акционерных обществах», п.3 ст.33 которого предусматривает, что размещение обществом облигаций и иных ценных бумаг (в число которых могут входить и права) осуществляется по решению совета директоров, если уставом общества не предусмотрено иное.

Таким образом, ничто не мешает в российских условиях проводить эмиссию прав на покупку акций, однако отдельные положения закона «Об акционерных обществах» серьезно ограничивают возможности использования выпуска прав в качестве «отравленной пилюли».

В частности, ст.36 устанавливает, что оплата акций общества осуществляется по рыночной стоимости, но не ниже номинальной стоимости. Акционерное общество вправе размещать акции по цене ниже их рыночной стоимости в случае выкупа акций его акционерами, при осуществлении преимущественного права приобретения, однако цена, уплачиваемая акционерами на может быть ниже 90 % рыночной стоимости акций. Другими словами, в российских условиях «отравленная пилюля» не может предусматривать какие-либо значительные скидки при приобретении акционерами как акций приобретателя, так и целевой компании. Соответственно, теряется и большая часть эффекта «отравленной пилюли», поскольку у акционеров целевой компании нет реальных стимулов приобретать акции дополнительной эмиссии, проводящейся в случае срабатывания «отравленной пилюли».

Далее, «внутренний» выпуск прав имеет смысл лишь, когда в условиях выпуска предусмотрено, что крупный акционер, под которым подразумевается враждебный приобретатель, не может воспользоваться как все остальные акционеры правом на приобретение акций целевой компании со скидкой. В противном случае, дополнительная эмиссия не приводит к разводнению акционерного капитала, поскольку, в случае реализации всеми акционерами своих прав на покупку, структура акционерного капитала останется неизменной. Российское законодательство и, в частности ст.41 Закона «Об акционерных обществах», предусматривает, что любой акционер имеет

возможность воспользоваться правом преимущественной покупки акций. Соответственно, любые условия выпуска, нацеленные на дифференциацию акционеров в вопросе приобретения размещаемых акций, могут быть легко оспорены в судебном порядке.

Подводя итог, можно отметить, что «отравленные пилюли» могут использоваться в российской практике, однако законодательные ограничения обуславливают небольшую эффективность их применения.

Изменения в уставе

Изменения в уставе акционерного общества являются одним из наиболее распространенных и наименее затратных способов защиты от поглощения. Как правило, изменения в уставе требуют утверждения на общем собрании акционеров. Как показывает практика, менеджмент редко встречается с активным сопротивлением акционеров, и большинство защитных поправок утверждаются относительно легко.[1] Частично это можно объяснить тем, что управляющие, лоббируя поправки, действуют гораздо более организованно, чем сопротивляющиеся акционеры.

Наиболее типичными защитными поправками являются:

1. т.н. «разделенный» совет директоров (staggered board);
2. оговорка о «сверхбольшинстве» (supermajority provision);
3. т.н. «двойная капитализация» (dual capitalization).

«Разделенный» совет директоров

Совет директоров играет ключевую роль в определении стратегии и долгосрочной политики развития бизнеса. Как правило, именно совет директоров, избираемый акционерами, несет ответственность за определение приоритетных направлений деятельности компании, назначает и контролирует деятельность исполнительно-

[1] Brickley J.A., Lease R.C., Smith C.W. "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," Journal of Financial Economics,№20,1988,p.273

го органа (директора и/или правления). Ввиду этого первым шагом приобретателя к смене руководящего состава целевой компании, после аккумулирования контрольного пакета, является установление контроля над советом директоров.

Совет директоров избирается на ежегодном собрании акционеров. Соответственно, крупный акционер имеет право внести своих кандидатов в совет директоров, и при наличии достаточного количества голосов, получить большинство в совете.

Оговорка о «разделенном» совете нацелена на создание препятствий на пути рейдера именно в процессе смены совета директоров. Суть ее заключается в разделении совета директоров на несколько групп, при этом на ежегодном собрании может быть переизбрано не более одной группы директоров. Наиболее типичным вариантом является деление совета на три группы с ежегодным избранием трети директоров. Таким образом, приобретателю может потребоваться свыше двух лет для получения полного контроля над поглощенным бизнесом. Это существенно ограничивает возможности приобретателя влиять на деятельность де-юре контролируемой компании.

В российской практике «разделенный» совет применяться не может ввиду императивных норм, касающихся порядка избрания совета директоров и содержащихся в ст.66 Закона «Об акционерных обществах». В частности пунктом 1 указанной статьи предусмотрено, что члены совета директоров общества избираются годовым общим собранием акционеров сроком на один год. Кроме того, законом предусмотрено, что полномочия любого члена совета директоров либо всех вместе могут быть прекращены по решению общего собрания акционеров досрочно. Таким образом любые положения устава, предусматривающие какие-либо препятствия на пути переизбрания совета директоров автоматически являются незаконными..

Оговорка о «сверхбольшинстве»

В уставе акционерного общества оговорено минимальное количество голосов, необходимых для решения наиболее важных вопросов, таких как внесение изменений в устав, крупная продажа активов и, в том числе, проведение слияния. Оговорка о

«сверхбольшинстве» предусматривает, что для одобрения слияния требуется более чем простое большинство голосов, т.е. «сверхбольшинство». Типичным примером сверхбольшинства является 75 – 80 % голосов, в отдельных ситуациях размер необходимого пакета достигает 90 – 95 %. Оговорка о «сверхбольшинстве» может содержать *отменительное условие* (escape clause), в соответствии с которым положение о «сверхбольшинстве» не действует в случае одобрения слияния советом директоров целевой фирмы.

Наиболее эффективным «сверхбольшинство» может являться в ситуации, когда менеджмент целевой компании контролирует блокирующий пакет акций (25 %). В то же время «сверхбольшинство» редко используется как единственный метод защиты, но почти всегда как эффективное дополнение к комплексной системе защиты. Если для внесения изменений в устав требуется сверхкрупный пакет акций, для приобретателя становится гораздо сложнее нейтрализовать все прочие защитные меры целевой компании.

Анализ российской нормативной базы, и в частности закона «Об акционерных обществах» позволяет говорить об отсутствии для целевой компании возможности прибегать к данному методу защиты, но вместе с тем в законе уже присутствуют положения, обуславливающие необходимость контролирования сверхкрупного пакета, для принятия наиболее важных решений. В частности, ст.ст. 48, 49 Закона «Об акционерных обществах» установлено, что 75 % голосов требуется для принятия решений по следующим вопросам:

1. внесение изменений и дополнений в устав общества;
2. реорганизация и ликвидация общества (решение о реорганизации общества может приниматься собранием акционеров только по предложению совета директоров);
3. определение предельного размера объявленных акций;
4. совершение крупных сделок.

Таким образом, оговорка о «сверхбольшинстве» фактически определена в законодательном порядке и не требует дополнительных изменений в устав общества.

Вместе с тем, законодательное фиксирование «сверхбольшинства» обуславливает для целевой компании отсутствие маневра, поскольку в уставе не может быть предусмотрен иной, более крупный, размер пакета, требуемого для принятия важных решений. Такое изменение было бы незаконно и легко оспаривалось в судебном порядке. Исходя из этого, в российских условиях менеджменту и лояльным ему акционерам требуется контролировать более 25 % голосов для блокирования любых попыток смены контроля.

Двойная капитализация

Двойная капитализация предусматривает наличие в обращении двух и более типов обыкновенных акций компании с разным количеством голосов, приходящихся на одну акцию. Основная цель двойной капитализации – предоставить большее количество голосов акционерам лояльно относящимся к менеджменту целевой фирмы. Наиболее типичным примером двойной капитализации является дополнительная эмиссия акций, обладающих большим количеством голосов по сравнению с уже размещенными акциями общества. Например, на каждую акцию дополнительного выпуска может приходится от 10 до 100 голосов.

С целью отразить возможные обвинения в нарушении прав акционеров, все акции дополнительной эмиссии распределяются между существующими акционерами пропорционально, однако акционерам впоследствии предоставляется право обменять акции с большим количеством голосов на акции с обычным правом голоса (1 акция – 1 голос). Большинство акционеров осуществляет такой обмен, поскольку акции дополнительного выпуска характеризуются, как правило, меньшей ликвидностью и меньшим размером выплачиваемых дивидендов. Управляющие, которые могут являться одновременно и акционерами, наоборот отказываются от обмена в пользу обретения большего количества голосов. В итоге двойная капитализация приводит к перераспределению голосов внутри сохраняющейся внешне неизменной структуры акционеров.

В 1988 году американская Комиссия по ценным бумагам и биржам запретила проведение подобных выпусков акций, ведущих к сокращению количества голосов существующих акционеров. Однако, соответствующий нормативный акт (Rule 19c-4) не имел обратной силы, поэтому американские компании с 1988 года не имеют права осуществлять двойную капитализацию, однако уже обращающиеся акции таких выпусков остаются в силе.

Российский закон «Об акционерных обществах» предусматривает, что каждая обыкновенная акция общества предоставляет акционеру одинаковый объем прав.[1] Другими словами, акционерное общество не может осуществлять выпуски обыкновенных акций с разным объемом предоставляемых акционерам прав, и двойная капитализация на основе выпуска обыкновенных акций, таким образом, незаконна. Однако, анализ прав акционеров – владельцев привилегированных акций (ст.32 Закона «Об акционерных обществах») показывает, что двойная капитализация может быть осуществлена на основе выпуска привилегированных акций.

Согласно п.1 ст.32, акционеры – владельцы привилегированных акций не имеют права голоса на собрании акционеров, если иное не установлено законом или уставом общества для определенного типа привилегированных акций. Таким образом, проблема наделения привилегированных акций правом голоса может быть решена путем внесения соответствующих изменений в устав акционерного общества.

Далее, п.1 ст.32 также устанавливает, что привилегированные акции одного типа предоставляют акционерам одинаковый объем прав. Соответственно, разница в объеме предоставляемых прав может быть решена путем выпуска двух типов привилегированных акций. При этом один тип привилегированных акций может предоставлять акционерам право на значительный фиксированный дивиденд, в то время как другой наделять их правом голоса, с количеством голосов в расчете на одну привилегированную акцию больше, чем на одну обыкновенную. Отдельно могут предусматриваться условия, при которых привилегированные акции второго типа получают право голоса. Таким условием может стать, например, приобретение каким-либо ли-

цом или группой аффилированных лиц более 20 % обыкновенных акций общества. Большинство акционеров скорее выберут первый тип привилегированных акций, позволяющий получать значительный фиксированный дивиденд, в то время как менеджмент целевой фирмы может предпочесть второй тип, обеспечивающий ему контроль над большим количеством голосов в случае попытки враждебного поглощения.

«Золотые парашюты»

«Золотые парашюты» представляют собой специальные компенсационные соглашения, заключаемые компанией со своим высшим руководством. Золотыми они называются в силу более чем значительных денежных выплат, получаемых руководителями фирмы как в случае добровольной отставки, так и увольнения в результате враждебного поглощения. Такие соглашения могут заключаться на определенный срок, но в большинстве случаев в них содержится т.н. *«вечнозеленая»* (evergreen) *оговорка*, согласно которой первоначально определенный период сроком в один год автоматически продлевается на год, если не происходит смены контроля. Сумма выплачиваемой компенсации обычно определяется исходя из ежегодного оклада руководителя и срока его службы в фирме. Например, увольняемый либо увольняющийся сотрудник может получить сумму, эквивалентную нескольким годовым окладам.

Золотые парашюты начинают действовать в случае наступления определенного события, которым обычно выступает приобретение каким-либо лицом крупного пакета акций общества. Согласно выводам исследования американских ученых Р.Ламберта и Д.Ларнера, золотые парашюты приводятся в действие при аккумулировании в одних руках около 26 – 27 % акций.[2] Золотые парашюты действуют и в том случае, если кто-либо из руководящего состава сам уходит в отставку после смены контроля. Разновидностью золотых парашютов являются «серебряные парашюты»,

---

[1] п.1 ст.31 Закона «Об акционерных обществах»
[2] Lambert R.A., Larker D.F. "Golden Parachutes, Executive Decision Making and Shareholder Wealth", Journal of Accounting Economics,1985,№7,p.187

представляющие собой компенсационные соглашения заключаемые с большинством работников фирмы, в т.ч. с сотрудниками низового уровня.

Как показала практика враждебных поглощений, золотые парашюты являются наименее эффективным средством борьбы с рейдерами. В первую очередь, это связано с тем, что размер компенсаций, выплачиваемых руководителям целевой компании несопоставим с масштабом денежных средств, в целом затрачиваемых на проведение поглощений. Рейдеры, выплачивающие миллиарды долларов за приобретение компаний, могут относительно легко позволить себе потерю нескольких миллионов в качестве компенсаций.

Тем не менее, золотые парашюты могут существенно влиять на размер премии, получаемой акционерами целевой фирмы. Результаты исследования, проведенного в 1985 году американскими экономистами Д.Мэчлинг, Х.Чоэ и Д.Майлзом, подтвердили наличие устойчивой положительной корреляции между размерами золотых парашютов и премией, выплачиваемой за контроль.[1] Данная взаимосвязь объясняется тем, что руководители целевых компаний, имеющие в запасе золотой парашют, чувствуют себя более независимо и могут вести переговоры с приобретателем, не опасаясь за свое будущее. С этой точки зрения золотые парашюты представляют собой достаточно эффективное средство в сглаживании агентских конфликтов, возникающих между менеджерами и акционерами в периоды борьбы за контроль над принадлежащим им бизнесом.

Последующие защитные мероприятия

Внедрение комплекса предварительных защитных мероприятий, безусловно, повышает издержки поглощения для потенциального приобретателя и снижает общую эффективность операции, но далеко не гарантирует сохранение независимости целевой компании. В случае, если комплекс предварительной защиты не отпугнул

[1] Machlin J., Choe H., Miles J. «The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity”,Journal of Law and Economics,1993,№2,p.871

рейдеров, в процессе начавшейся борьбы за контроль целевые фирмы могут прибегать к активным мерам защиты.

Анализ зарубежных экономических источников позволяет выделить восемь основных способов, используемых целевыми фирмами в борьбе за сохранение независимости:

1. т.н. «гринмейл» (greenmail) и «соглашение о бездействии» (standstill agreement);
2. рекапитализация (recapitalization);
3. приглашение т.н. «белого рыцаря» (white knight) или «белого сквайра» (white squire);
4. реструктуризация активов;
5. выкуп акций;
6. судебные тяжбы (litigation);
7. т.н. «защита Пэк-Мэна» (Pac-Man defense).

«Гринмейл» и «соглашение о бездействии»

«Гринмейл» представляет собой выкуп целевой фирмой собственных акций у рейдера, сопровождающийся в большинстве случаев выплатой премии. С целью предотвратить возможные в дальнейшем повторные попытки скупки акций, вместе с гринмейлом подписывается «соглашение о бездействии», в соответствии с которым рейдер обязуется не покупать акции целевой фирмы в течение определенного периода времени (как правило не менее 5 лет).

Размеры выплачиваемых рейдерам премий могут достигать весьма значительных сумм. Примером может послужить сражение за американскую нефтяную компанию Phillips Petroleum, состоявшееся в 1982 году. Компанией - поглотителем выступила другая нефтяная компания Mesa Petroleum, которая, приобретя 6 % акций Phillips Petroleum сделала предложение о выкупе дополнительных 15 % акций. Phillips Petroleum ответила на это рядом мер, в том числе предложением об обратном выкупе

с премией. Сделка была совершена, а общий размер премии достиг 89 млн. долл. Одновременно с выкупом было подписано соглашение о бездействии, в соответствии с которым Mesa Petroleum согласилась не предпринимать попыток враждебного поглощения Phillips Petroleum в течение следующих пяти лет.[1]

Гринмейл является одной из наименее эффективных стратегий защиты, прежде всего потому, что, по существу, представляет целевой фирме лишь некоторую временную отсрочку. Если целевая фирма не сумеет или не успеет воспользоваться такой отсрочкой для внедрения более эффективных защитных мер, с большой долей вероятности вслед за первым предложением последуют и другие. Наиболее ярким подтверждением этого можно считать ситуацию, в которой оказался известный производитель бритвенных принадлежностей компания Gillette в конце 80-х гг. В 1986 году Gillette, под угрозой тендерного предложения, согласилась выплатить Revlon Corporation гринмейл, размер которого составил около 75 млн.долл. Однако выплата гринмейла не оберегла Gillette от повторной попытки враждебного поглощения уже со стороны другого приобретателя Coniston Partners. Coniston отказалась от своих притязаний на Gillette лишь после уплаты гринмейла, с ценой выкупа на 15 % более текущей рыночной цены. В процессе судебных разбирательств между Coniston и Gillette выяснилось, что последняя заключила соглашения о бездействии с 10 различными компаниями и всем им были выплачены немалые отступные.

Анализ российского законодательства показывает, что применение гринмейла в российской практике практически невозможно и легко может быть оспорено как нарушающее права и интересы остальных акционеров, не участвующих в выкупе.

Положения ст.72 Закона «Об акционерных обществах» предусматривают что, акционерное общество вправе приобретать размещенные им акции как по решению собрания акционеров, так и по решению совета директоров. Каждый акционер – владелец акций определенных категорий, решение о приобретении которых принято, вправе продать свои акции, а общество обязано приобрести их.[2] Соответственно, не-

---

[1] Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов.-М.:Олимп-Бизнес,1997,стр.929
[2] п.4 ст.72 Закона «Об акционерных обществах»

возможно на практике провести разделение между обыкновенными акциями рейдера и остальных акционеров, и, при принятии решения о выкупе акций с премией, велика вероятность того, что все акционеры предложат свои акции к выкупу. В такой ситуации целевая компания будет обязана осуществить пропорциональный выкуп акций,[1] и, соответственно, планируемые цели выкупа не будут достигнуты.

Кроме того, совет директоров акционерного общества не вправе принимать решение о приобретении акций, если номинальная стоимость акций общества, находящихся в обращении, составит менее 90 % уставного капитала. Другими словами, максимальный размер пакета, который может быть выкуплен у рейдера составляет не более 10 %. Собрание акционеров может принять решение о выкупе более крупного пакета, однако маловероятно, что акционеры согласятся с уплатой значительной премии рейдеру и одновременном лишении остальных акционеров заработать такую же прибыль.

Рекапитализация и прямое привлечение заемных средств

Рекапитализация является одним из наиболее радикальных средств защиты. Под рекапитализацией обычно понимается выплата значительных дивидендов акционерам, финансируемая за счет привлечения заемных средств. При этом, одни акционеры получают дивиденд преимущественно наличными денежными средствами, либо комбинацией денег и долговых ценных бумаг, в то время как инсайдеры (в данном случае менеджмент и лояльные ему акционеры) получают преимущественно дополнительные акции. Целевая компания может прибегнуть и к прямому привлечению заемных средств, не выплачивая дивиденды акционерам. Тем не менее, в обоих случаях результатом таких операций является резкое изменение структуры капитала фирмы, с возрастанием доли заемных источников финансирования. Кроме того, в результате

[1] п.4 ст.72 Закона «Об акционерных обществах»

рекапитализации доля акционерного капитала, контролируемая инсайдерами, возрастает нередко на 30 и более процентов.[1]

Эффективность данной тактики защиты неоднозначно воспринимается экономистами. С одной стороны, небольшой удельный вес долга в структуре капитала повышает для фирмы вероятность оказаться объектом внимания рейдеров. Высокая «кредитоемкость» может быть использована рейдером для финансирования поглощения за счет заемных средств, другими словами рейдер осуществит рекапитализацию самостоятельно, но за счет целевой фирмы. С другой стороны, дополнительный долг увеличивает степень финансовой зависимости бизнеса и обуславливает повышение делового риска фирмы. В результате рекапитализации, либо простого привлечения дополнительных заемных средств, удельный вес долга в структуре капитала нередко увеличивается до критического значения в 85 – 90 %.[1] Именно поэтому эта тактика защиты получила название «тактики выжженной земли» (scorched earth defense), поскольку в результате ее реализации нередко наступает банкротство целевой компании.

В российских условиях использование подобной тактики может быть весьма затруднено, в первую очередь, ввиду неразвитости рынка корпоративных облигаций. На настоящий момент на рынке обращаются облигации 10 – 15 эмитентов, представляющих собой наиболее крупные и известные компании (РАО «Газпром», ОАО «ТНК», ОАО «Лукойл» и т.п.). Для остальных доступ на этот рынок, фактически, закрыт, поскольку инвесторы не готовы брать на себя риски инвестирования в долги российских компаний, представляющих собой в большинстве своем малопрозрачные структуры с неопределенными перспективами развития. Те же причины обуславливают и весьма ограниченную доступность банковских кредитов. Таким образом, использование тактики защиты, предполагающей привлечение значительных заемных ресурсов, для большинства российских компаний представляется труднодостижимым, если не невозможным.

---

[1] Kleinman R. "The Shareholder Gains from Leveraged Cash Outs: Some Preliminary Evidence",Journal of Corporate Finance,№1,1988,p.50

Приглашение «белого рыцаря»

Компания, оказавшаяся под угрозой враждебного поглощения, может прибегнуть к помощи т.н. «белого рыцаря», под которым подразумевается другая фирма, являющаяся более приемлемым кандидатом в приобретатели. Белый рыцарь затем вступает в игру с собственным тендерным предложением, содержащим более выгодные условия. Такие условия могут включать не только более высокую цену выкупа, но и определенные обязательства со стороны приобретателя, например, не распродавать активы целевой фирмы. Управляющие целевой компании, со своей стороны, обеспечивают необходимую поддержку белому рыцарю и оказывают давление на акционеров с целью склонить их согласиться с его предложением. В качестве платы за такую поддержку менеджменту, как правило, гарантируется сохранение занимаемых позиций после проведения поглощения.

Поиск белого рыцаря может осуществляться как на основе личных контактов управляющих, так и с помощью специалистов из инвестиционного банка, занимающихся подбором подходящих кандидатов. Белый рыцарь может обуславливать свое участие определенными уступками со стороны целевой фирмы, например, согласием на продажу определенных активов приобретенного предприятия, средства от которой могут быть направлены на финансирование долга, привлекаемого для проведения поглощения. Однако, если уступки со стороны управляющих будут столь значительны, что могут рассматриваться как существенное преимущество одного приобретателя перед другим, действия управляющих могут быстро оказаться предметом судебных разбирательств, как нарушающие права и интересы акционеров.

В качестве наглядного примера эффективного и, одновременно, драматичного использования защиты с привлечением белого рыцаря можно привести сражение за американскую нефтяную компания Cities Service Oil Company, развернувшуюся в 1982 году. После поступления враждебного тендерного предложения от компании

---

[1] Gaughan P.A. “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings”,John Wiley & Sons,NY,1999,p.245

Mesa Petroleum, Cities прибегла к приглашению белого рыцаря. В качестве такового выступила компания Gulf Oil, являвшаяся на тот момент третьей по величине американской нефтяной компанией. Gulf Oil выступила с собственным тендерным предложением с ценой выкупа 63 долл. за акцию, что составляло на 13 долл. больше цены, предложенной Mesa. Cities согласилась с предложением, однако впоследствии Gulf Oil, оценив размеры долга, привлечение которого было необходимо для финансирования сделки, отозвала предложение. Тем не менее, Cities, при помощи инвестиционного банка Goldman Sachs, все же удалось найти второго белого рыцаря – компанию Occidental Petroleum – слияние с которым и было проведено.[1]

Защита с использованием «белого сквайра», в отличие от белого рыцаря, предполагает сохранение независимости целевой фирмы. Белым сквайром называется лояльный по отношению к менеджменту инвестор, готовый купить крупный пакет акций исключительно в инвестиционных целях и не планирующий активно вмешиваться в ее деятельность. Механизм реализации такой тактики защиты включает дополнительный выпуск акций целевой компанией, который с помощью закрытой подписки сразу выкупается белым сквайром. С целью сохранить текущую структуру акционеров и не допустить разводнения акционерного капитала выпуск осуществляется в форме конвертируемых привилегированных акций, при этом в условиях выпуска оговаривается право голоса по данным акциям, возникающее в случае наступления «стартового» события. В условиях сделки, в целях дополнительного страхования, целевой фирмой может включаться пункт о невозможности продажи данных акций любому потенциальному рейдеру.

Оба типа защиты могут быть легко использованы и в российской практике. Однако необходимо иметь в виду, что при применении защиты с привлечением белого сквайра могут возникнуть затруднения, связанные с регистрацией дополнительного выпуска акций. Время, необходимое для такой регистрации, может оказаться критически важным в условиях наличия враждебного тендерного предложения. В амери-

---

[1] Weston J.F., Chung K.S., Hoag S.E. “Mergers, Restructuring, and Corporate Control”,Prentice-Hall,Inc.,New York,1990,p.330

канской практике данная проблема решается при помощи т.н. «резервной регистрации» (shelf registration), позволяющей акционерному обществу заранее зарегистрировать предельный объем планируемых к выпуску акций, а сам выпуск размещать по мере необходимости. Российское законодательство не предусматривает возможности резервной регистрации, что обуславливает для целевой компании необходимость заблаговременно пройти процедуру регистрации и, фактически, переводит защиту с использованием белого сквайра в группу предварительных защитных мероприятий.

Реструктуризация активов

Защищаясь от враждебного поглощения целевая компания может прибегнуть к реструктуризации, включающей как продажу, так и покупку определенных активов.

Планируя поглощение, приобретатель по-разному оценивает степень привлекательности тех или иных активов целевой фирмы. Нередки ситуации, в которых приобретатель еще до момента непосредственного осуществления поглощения уже четко знает, какие именно активы необходимо сохранить и какие могут быть проданы для рефинансирования привлеченного для проведения поглощения долга. Исходя из сферы деятельности приобретателя, направленности его бизнеса, целевая компания также может заранее оценить степень привлекательности различных принадлежащих ей активов для приобретателя. Дополнительным источником информации для целевой фирмы могут являться сведения, представляемые приобретателем в государственные регулирующие органы, в том числе сведения о планируемых продажах активов целевой компании в случае, если поглощение будет осуществлено. Определив какие активы являются наиболее привлекательными для рейдера, целевая фирма может их продать, что в большинстве случаев ведет к отзыву враждебного предложения. Такой метод защиты получил название *«терновый венец»*.

Защита «терновый венец» является одним из наиболее спорных методов борьбы с враждебными приобретателями. В процессе ее реализации целевая компания может лишиться большей части своих наиболее ценных активов, что не может не вы-

звать активное сопротивление со стороны акционеров. Ввиду этого, управляющие целевой фирмы должны приложить все усилия к получению как минимум справедливой рыночной цены за продаваемые активы, в противном случае их неизбежно обвинят в действиях, нарушающих интересы акционеров.

Обратной стратегией защиты является приобретение целевой компанией определенных видов активов. Во-первых, путем приобретения определенных активов или уже действующего бизнеса, целевая фирма может постараться создать для рейдера проблемы с соблюдением требований антимонопольного законодательства. Например, целевая компания может приобрести какую-либо фирму, занятую в той же сфере деятельности, что и рейдер. Тщательный подбор подходящего кандидата вызовет для рейдера как минимум затруднения в получении предварительного согласия на сделку со стороны антимонопольных органов.

Во-вторых, целевая компания может прибегнуть к приобретению какого-либо бизнеса с целью снизить в глазах рейдера собственную привлекательность. Например, если целевая компания представляет собой устойчивое предприятие, с небольшой финансовой зависимостью и стабильными денежными потоками, приобретение менее рентабельного, перегруженного долгами бизнеса, может заставить рейдера пересмотреть свои намерения.

Реструктуризация активов может широко применяться и в российских условиях. В частности крупная сделка, связанная с продажей имущества акционерного общества с балансовой стоимостью от 25 до 50 % балансовой стоимости всех активов, подлежит утверждению советом директоров акционерного общества.[1] При сделке с имуществом свыше 50 % балансовой стоимости всех активов, решение принимается общим собранием акционеров.[2] Таким образом, управляющие общества имеют право самостоятельно распоряжаться половиной активов акционерного общества, без предварительного согласия акционеров. Более того, как показывает практика, балансовая стоимость основных средств российских предприятий (здания, оборудование) зачас-

[1] п.1 ст.79 Закона «Об акционерных обществах»
[2] п.2 ст.79 Закона "Об акционерных обществах»

тую гораздо ниже их реальной рыночной стоимости. Одновременно с этим, нередки ситуации при которых дебиторская задолженность составляет более 50 % всех активов. В совокупности это приводит к тому, что при наличии соответствующего желания, управляющие могут без согласия акционеров полностью продать все реальные производственные активы предприятия и оставить от бизнеса фактически одну оболочку, состоящую преимущественно из просроченной дебиторской задолженности, нереальной к взысканию.

В законодательстве предусмотрен определенный порядок совершения крупной сделки, соблюдение которого, по замыслу законодателя, должен обеспечивать защиту интересов акционеров. В частности п.2 ст.77 Закона «Об акционерных обществах» предусматривает, что при совершении крупной сделки стоимость приобретаемого или продаваемого имущества определяется советом директоров на основе рыночных цен. Однако, отсутствие четкого механизма определения соответствующей рыночной стоимости позволяет совету директоров фактически самостоятельно оценивать рыночную стоимость тех или иных активов. Закон не обязывает совет директоров привлекать независимую оценочную фирму для определения реальной рыночной стоимости продаваемого имущества. Более того, даже привлечение оценщиков не гарантирует независимость оценки, поскольку заказчиком оценки выступает все тот же совет директоров. Все это, безусловно, может привести, а, как показывает практика, зачастую и приводит к продаже активов по цене значительно меньшей реальной рыночной стоимости.

С учетом вышеизложенного, можно сделать вывод о том, что реструктуризация активов, в качестве метода защиты от враждебного поглощения, может широко применяться в российской практике. Однако на всех этапах использования такой защиты необходим всеобъемлющий контроль акционеров целевой фирмы над действиями управляющих.

Выкуп акций

Выкуп акций, как мера защиты от враждебного поглощения, несет для целевой компании ряд важных преимуществ.

Во-первых, выкуп акций уменьшает общее количество обращающихся акций целевой фирмы. Приобретение акций самой целевой компанией обуславливает невозможность их приобретения рейдером.

Во-вторых, выкуп акций позволяет пресечь аккумулирование крупных пакетов в руках арбитражеров. Участники рынка ценных бумаг, занимающиеся рисковым арбитражем, могут, как уже отмечалось, существенно облегчить для рейдера процесс поглощения, поскольку главная их цель – заработать прибыль на перепродаже акций последующему покупателю, предложившему наивысшую цену (обычно он и является рейдером).

В-третьих, приобретая собственные акции целевая компания использует собственные или заемных финансовые ресурсы. В первом случае, рейдер автоматически лишается возможности использования денежных ресурсов целевой компании для дальнейшего рефинансирования поглощения, например погашения привлеченных кредитов. Приобретение целевой компанией акций за счет заемных средств уменьшает ее «кредитоемкость», что также обуславливает для рейдера недоступность долгового финансирования.

Недостатки выкупа акций, как формы защиты от враждебного поглощения, неразрывно связаны с его преимуществами. Например, выкуп акций на рынке ведет к сокращению общего количества акций в обращении. С одной стороны, рейдер уже не сможет приобрести эти акции, во всяком случае до тех пор пока не придет к соглашению с целевой фирмой. Однако с другой стороны, рейдеру необходимо приобрести гораздо меньшее количество акций для аккумулирования контрольного пакета. Для разрешения этой проблемы целевая компания может прибегать к т.н. «точечным выкупам акций» (targeted share repurchases). Такой выкуп подразумевает приобретение акций у конкретного акционера, предположительно наиболее склонного к их продаже в случае предложения рейдером достаточной премии.

Возможности выкупа акций в российских условиях уже анализировались выше при рассмотрении «гринмейла». Однако представляется необходимым дополнительно отметить, что по решению совета директоров могут приобретаться акции с номинальной стоимостью не более 10 % уставного капитала.[1] Более значительный выкуп может быть осуществлен только по решению собрания акционеров об уменьшении уставного капитала путем приобретения части размещенных акций.[2] В случае принятия такого решения автоматически запускается механизм тендерного предложения целевой фирмы на свои собственные акции, поскольку в соответствии с п.4 ст.72 Закона «Об акционерных обществах», каждый акционер приобретает право продать принадлежащие ему акции, решение о приобретении которых принято.

Судебные тяжбы

Подавляющее большинство враждебных поглощений сопровождается активными судебными разбирательствами, инициируемыми как приобретателем, так и целевой фирмой. Большинство защитных мер, предпринимаемых управляющими с целью предотвратить поглощение, ведут к некоторому, иногда весьма значительному, снижению рыночной стоимости акций целевой фирмы, что может рассматриваться как ненадлежащее исполнение управляющими своих обязанностей, главной из которых является максимизация благосостояния акционеров. Кроме того, прибегая к помощи «белого рыцаря», управляющие стараются всеми силами обеспечить победу именно дружественной фирме и, зачастую, незаконно отсекают рейдера от участия в аукционе, что также может рассматриваться как действия, идущие вразрез с реальными интересами акционеров.

Главная цель, которую преследуют управляющие целевой компании, инициируя судебную тяжбу с рейдером, - дополнительное время, необходимое для возведе-

[1] п.2 ст.72 Закона "Об акционерных обществах»
[2] п.1 ст.72 Закона "Об акционерных обществах»

ния эффективной системы защиты, поиска белого рыцаря и т.п. Предметами подаваемых судебных исков могут стать:

1) нарушение приобретателем антимонопольного законодательства. Обвиняя приобретателя в нарушении антимонопольного законодательства, управляющие стараются доказать, что планируемое поглощение может привести к чрезмерной монополизации отраслевых рынков и, соответственно, должно быть немедленно блокировано антимонопольными органами. Необходимо однако отметить, что постепенное смягчение антимонопольной политики, имеющее место в большинстве развитых стран начиная с середины 80-х гг., обусловило небольшую эффективность таких судебных исков в борьбе с враждебными приобретателями;

2) ненадлежащее раскрытие приобретателем всей необходимой информации. Управляющие целевой фирмы, инициируя такой иск, стараются доказать, что приобретатель либо не полностью раскрыл, либо существенно исказил информацию, необходимую акционерам целевой компании для принятия взвешенного решения. Как правило, приобретатель обвиняется в предоставлении неполных сведений, касающихся источников финансирования сделки, дальнейших намерений приобретателя в случае, если поглощение будет осуществлено и т.п. Приобретатель, в свою очередь, либо старается доказать, что весь объем необходимой информации был раскрыт надлежащим образом, либо предоставляет акционерам дополнительные сведения;

Недостаточная проработанность, а, зачастую, полное отсутствие нормативных актов, касающихся различных аспектов слияний и поглощений, обуславливает обширные возможности для применения судебных тяжб, как метода защиты от враждебных поглощений, в российской практике. В то же время необходимо отметить, что далеко не все вышеперечисленные основания могут являться предметом для эффективного судебного преследования. Так, например, приобретателя в российских условиях фактически невозможно обвинить в ненадлежащем раскрытии информации, поскольку исчерпывающий, и одновременно с этим весьма ограниченный, перечень сведений, раскрываемых в поглощении установлен законом. Согласно п.5 ст.80 Закона «Об акционерных обществах» предложение о приобретении акций должно содер-

жать лишь наименование и место нахождения приобретателя, количестве и цене выкупаемых акций, сроке выкупа. Любое предложение о приобретении содержит все эти сведения, в противном случае приобретатель просто не смог бы осуществить выкуп.

Несомненно гораздо большие возможности для эффективного затягивания поглощения представляет антимонопольное законодательство. В соответствии с п.1 ст.18 Закона «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» при приобретении более 20 % акций какого-либо акционерного общества, если суммарная балансовая стоимость активов приобретателя и организации, чьи акции были приобретены, превышает 100 тысяч МРОТ, необходимо предварительное согласие Министерства по антимонопольной политике Российской Федерации. Столь низкий лимит обуславливает необходимость для получения предварительного согласия МАП фактически для всех более или менее крупных предприятий (100 тыс. МРОТ = 8,43 млн.руб.). При этом МАП вправе отклонить ходатайство, если его удовлетворение может привести к усилению доминирующего положения субъекта или ограничению конкуренции. Соответственно, целевая фирма может попытаться убедить чиновников в том, что поглощение ведет именно к ограничению конкуренции и не должно быть одобрено. Даже если в дальнейшем приобретателем будет доказано отсутствие ограничения конкуренции, целевая компания может выиграть время необходимое для внедрения иных защитных мероприятий.

Защита Пэк-Мэна

Защита Пэк-Мэна, своим названием обязанная популярной видеоигре, является одной из наиболее редких и одновременно наиболее красочных стратегий защиты, применяемых целевыми компаниями. В защите Пэк-Мэна целевая компания, после поступления враждебного тендерного предложения, в свою очередь выступает с предложением о приобретении акций рейдера. Одним из наиболее ярких примеров

удачного использования данной защиты является сражение, развернувшееся в 1988 году между американскими компаниями E-II Holdings и American Brands.

В январе 1988 года Дональд Келли, председатель правления E-II Holdings, объявил о шестимиллиардном тендерном предложении на покупку акций American Brands. К моменту объявления предложения о покупке E-II Holdings уже аккумулировало 4,6 % акций American Brands. American Brands, в свою очередь, выступила с ответным предложением о приобретении 100 % акций E-II Holdings за 2,7 млрд.долл. Условия тендера устроили акционеров, и поглощение было завершено.[1]

Необходимо отметить, что использование целевой компанией защиты Пэк-Мэна редко доводится до логического финала. В большинстве случаев целевая фирма старается обозначить возможность использования данного средства защиты и убедить рейдера в высоких шансах на успех ее применения, если он не откажется от своих намерений.[2]

---

[1] Gaughan P.A. "Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings",John Wiley & Sons,NY,1999,p.235

[2] Weston J.F., Chung K.S., Hoag S.E. "Mergers, Restructuring, and Corporate Control",Prentice-Hall,Inc.,New York,1990,p.497

3. Технология проведения операций поглощения в российских условиях

3.1. Специфика поглощений в России

Российская практика проведения операций поглощения показывает, что методы и приемы борьбы за контроль, используемые в российских условиях, в корне отличаются от зарубежного опыта осуществления враждебных поглощений. Причины, обуславливающие специфику враждебных поглощений в России, будут подробно освещены ниже; в настоящем параграфе мы сконцентрируемся на технической стороне осуществления враждебных поглощений.

Анализ многочисленных публикаций в деловой периодике, связанных с корпоративным контролем, позволяет выделить несколько характерных особенностей проведения враждебных поглощений в российских условиях:

1) <u>в процессе враждебных поглощений практически не используются такие широко применяемые в зарубежной практике инструменты, как тендерное предложение и борьба за доверенности.</u>

Достижение контроля над предприятием в подавляющем большинстве случаев осуществляется с помощью скупки акций на открытом рынке, в т.ч. у членов трудового коллектива, с задействованием аффилированных структур приобретателя. Аккумуляция акций также осуществляется посредством участия в инвестиционных конкурсах по покупке пакетов акций, находящихся в государственной собственности. Типичным примером реализации подобной стратегии поглощения может считаться ситуация с борьбой за контроль над одним из крупнейших российских производителей электротехники для строительного сектора и транспортного машиностроения.[1] После проведения приватизации в 1993 году (по второму варианту льгот) структура акционерного капитала предприятия выглядела следующим образом:

---

[1] Голубков Д.Ю. Особенности корпоративного управления в России.-М.:Альпина,1999,стр.51-56

- ✓ 51 % акций перешло к трудовому коллективу;
- ✓ 29 % - выкуплено крупным московским коммерческим банком на ваучерном аукционе;
- ✓ 20 % - временно закреплено в государственной собственности.

Начиная с 1994 года, коммерческий банк, недовольный политикой, проводимой менеджментом, начинает прилагать усилия к установлению контроля над предприятием и смене управляющего состава. Первоначально скупка акций велась у членов трудового коллектива, однако поскольку менеджмент, воспользовавшись административным ресурсом, оказал давление на работников предприятия, банку удалось аккумулировать лишь 10 % акций.

В 1995 году на инвестиционном конкурсе по покупке 20 % акций, закрепленных в государственной собственности, банк вышел победителем и, таким образом, аккумулировал 59 % акций предприятия. В дальнейшем банк сменил большую часть совета директоров и получил полный контроль над оперативной деятельностью предприятия.

2) широко применяется предварительное установление контроля над поставщиками сырья для целевой компании, с последующим блокированием поставок в случае несогласия менеджмента на проведение поглощения.

В частности, именно к такому методу прибег КБ «Российский кредит» в попытке перехватить контроль над Новолипецким металлургическим комбинатом. Аккумулировав в 1997 годк контрольный пакет Лебединского горнообогатительного комбината, основного поставщика сырья НЛМК, «Российский кредит» начал оказывать давление на НЛМК путем повышения отпускных цен на сырье. Конечной целью банка являлось установление контроля над НЛМК. Несмотря на то, что в итоге попытки банка не увенчались успехом, существуют примеры и более эффективного использования данной стратегии борьбы в достижении контроля.[1]

3) в процесс захвата контроля активно вовлекаются государственные органы власти, оказывающие давление на противоборствующую сторону (различного рода

целевые проверки контролирующих органов, в т.ч. налоговой инспекции, правоохранительных органов и т.п.). Кроме того, с целью «объективного» освещения происходящей борьбы за контроль, привлекаются средства массовой информации, цель которых заключается в создании негативного образа противоборствующей стороны путем публикации различного рода компрометирующей информации.

В качестве одного из наиболее ярких примеров подобной тактики действий можно привести борьбу за контроль над одним из крупнейших российских морских перевозчиков – ОАО «Востоктрансфлот». После выкупа контрольного пакета акций ВТФ у американского инвестиционного фонда «New Century Holdings» новый акционер – инвестиционная корпорация «Партнерство» - осуществил смену руководства «Востоктрансфлота», неэффективно управлявшего предприятием. Однако уволенный генеральный директор «Востоктрансфлота», используя свои контакты в правоохранительных органах Приморского края, добился заведения ряда уголовных дел на вновь назначенное руководство предприятия и запрета на важнейшие финансовые операции «Востоктрансфлота». Помимо этого, была организована информационная компания по дискредитации руководителей «Партнерства». Все эти действия привели к огромным убыткам для «Востоктрансфлота» по неисполненным контрактам и возникновению реальной возможности банкротства предприятия.[2]

3) в процессе борьбы за контроль систематически нарушаются права акционеров. В частности, распространенной является практика проведения дополнительных эмиссий, единственная цель которых состоит в размывании доли прочих акционеров и аккумулировании контрольного пакета в руках заинтересованной группы.

Данная техника предполагает принятие решения о проведении дополнительной эмиссии акций, размещаемых по закрытой подписке. Одновременно с этим принимается решение о неприменении преимущественного права акционеров на выкуп размещаемых акций. В совокупности такие действия приводят к увеличению размера контролируемого пакета в руках крупного акционера и размыванию доли остальных

---

[1] Сиваков Д. Ответный удар.//Эксперт,№12,1998,стр.35
[2] Черняев И. Еще одна приморская история.//Эксперт,1999,№16,стр.38

акционеров в уставном капитале акционерного общества. Подобная операция, в зависимости от того, кто конкретно обладает контрольным пакетом, может использоваться как менеджментом целевой компании против крупного акционера, так и наоборот. Размывание уставного капитала – одна из наиболее распространенных тактик борьбы за контроль на российских предприятиях. В разное время к ней прибегали такие крупные российские компании как ОАО «Томскнефть», ОАО «Юганскнефтегаз», ОАО «Алтайэнерго» и т.д.[1]

Несмотря на все вышеизложенное, на первый взгляд можно сделать вывод о том, что российская практика поглощений сходится с зарубежным опытом в главном – переход контроля реализуется с помощью механизма фондового рынка, путем перемещения долей внутри акционерного капитала предприятий. Другими словами, достижение контроля обеспечивается путем аккумулирования тем или иным способом контрольного пакета акций акционерного общества. Однако, с начала 1998 года, с введением в действие ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)", был открыт иной, гораздо более эффективный, способ борьбы за контроль над собственностью в российских условиях – *банкротство*.

Изначально, внедрение и применение института банкротства в России, по замыслу его активных сторонников, должно было обеспечить достижение двух основных целей:

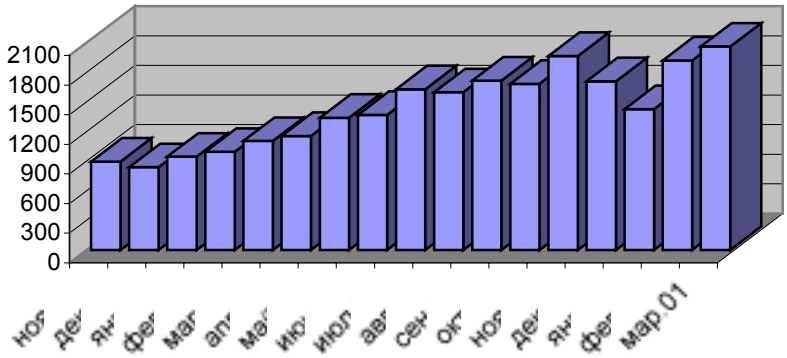
- ✓ ликвидация абсолютно нежизнеспособных предприятий, которые в силу различных причин (невостребованность выпускаемой продукции, полная изношенность как в физическом, так и моральном плане основных фондов и т.п.) не в состоянии эффективно функционировать в условиях рынка;
- ✓ финансовое оздоровление предприятий, попавших в кризисную ситуацию в основном благодаря непрофессиональному управлению, но имеющих потенциальные возможности для успешной адаптации к условиям рыночной экономики.

[1] Волков А., Сиваков Д. Технология абсолютной власти.//Эксперт,1999,№23,стр.30

Однако, уже начиная с 1998 года, становится все более очевидным: банкротство в российских условиях – один из основных, если не главный, инструмент перехвата контроля над собственностью. Наиболее наглядным подтверждением такой позиции можно считать письмо Высшего Арбитражного Суда РФ, в котором отмечается, что «как показывает изучение имеющихся данных, количество заявлений о несостоятельности, поступающих в арбитражные суды, за последнее время резко возросло», в связи с чем Высший Арбитражный Суд рекомендует арбитражным судам, среди прочих мер, «иметь в виду, что процедура банкротства может использоваться в целях передела собственности».[1] Как показывает практика, процедура банкротства не только может, но и более чем активно используется в переделе собственности. Фактически, стремительно набирающий обороты процесс массовых банкротств предприятий означает собой не что иное как начало второй волны передела собственности в России (в качестве первой можно считать массовую приватизацию 1992 – 1995 гг.). Наиболее наглядно об этом свидетельствует динамика банкротств. В 1993 году, с введением в действие старого Закона «О несостоятельности (банкротстве)» предприятий», было принято к производству и рассмотрено немногим более 100 дел этой категории. В 1997 году уже более 2600 организаций были признаны банкротами, по 850 делам введена процедура наблюдения. Однако действительно лавинообразный характер банкротство приобрело начиная с 1998 года, с момента введения в действие нового Закона «О несостоятельности (банкротстве). Только за 10 месяцев 1999 года (с марта по ноябрь) было возбуждено 3 495 дел о банкротстве. Наиболее наглядно о стремительно нарастающем темпе банкроств свидетельствует нижеприведенная диаграмма.

[1] Письмо Высшего Арбитражного Суда РФ № С1-7/УП-61 от 20.01.99

Диаграмма № 5. Динамика принятия заявлений о признании банкротом с 01.11.99 по 01.04.01



Источник: «Вестник ФСДН», 1999 – 2001гг.

За 17 месяцев (с ноября 1999 по апрель 2001) количество дел о банкротстве, принимаемых к производству, увеличилось с 895 до 2060 дел ежемесячно, т.е. более чем в 2 раза. Как видно из представленной диаграммы, практически за весь рассматриваемый период количество принятых к производству дел неуклонно росло. Простая экстраполяция позволяет говорить о том, что процесс банкротств только набирает силу.

Прежде чем проанализировать причины популярности процедуры банкротства, как инструмента перехвата контроля, представляется целесообразным кратко описать сам механизм банкротства в российских условиях, определенный ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)".

Итак, согласно Закону «О несостоятельности (банкротстве)» к предприятиям-должникам могут быть применены следующие процедуры банкротства:[1]

1. наблюдение;
2. внешнее управление;
3. конкурсное производство;
4. мировое соглашение.

Основная задача *процедуры наблюдения* – принятие мер по обеспечению сохранности имущества должника и проведение анализа его финансового состояния.

[1] Ст.23 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)"

Анализ финансового состояния предполагает выработку и обоснование позиции по вопросу о дальнейшей судьбе должника.

В случае если финансовый анализ показывает, что несмотря на наступление неплатежеспособности кризисная ситуация может быть преодолена путем реализации комплекса мер, направленных на оздоровление бизнеса, в отношении должника вводится *процедура внешнего управления.* В рамках внешнего управления, срок которого обычно колеблется от года до полутора лет, в соответствии с разработанным планом принимаются меры по восстановлению платежеспособности должника. Такие меры могут включать:[1]

1. перепрофилирование производства;
2. закрытие нерентабельных производств;
3. ликвидацию дебиторской задолженности;
4. уступку прав требования должника
5. продажу части имущества или всего предприятия должника и иные способы восстановления платежеспособности.

Итоговым результатом комплекса оздоровительных мероприятий является накопление средств, необходимых для расчетов с кредиторами по окончании внешнего управления.

В случае если анализ финансового состояния показал, что должник не имеет никакой возможности восстановить платежеспособность, даже при условии принятия мер, направленных на повышение эффективности финансово-хозяйственной деятельности, вводится *конкурсное производство*. В рамках конкурсного производства осуществляется оценка имущества должника и его реализация. Средства от реализации направляются на расчеты с кредиторами. Итоговым результатом конкурсного производства становится полная ликвидация должника как юридического лица и погашение требований кредиторов за счет средств, вырученных от реализации его имущества.

---

[1] Ст.85 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)"

Наконец, *мировое соглашение* подразумевает заключение между должником и кредиторами соглашения, в соответствии с которым должник принимает на себя обязательства расплатиться с кредиторами в добровольном порядке в соответствии с оговоренным графиком расчетов. Условия мирового соглашения также могут предусматривать:[1]

1. отсрочку или рассрочку исполнения обязательств должником;
2. уступку прав требования должника;
3. исполнение обязательств должника третьими лицами;
4. скидку с долга;
5. обмен требований на акции, а также иные способы удовлетворения требований кредиторов, не противоречащие российскому законодательству.

Мировое соглашение может быть заключено на любой стадии дела о банкротстве и автоматически влечет его прекращение.

Схематично процесс банкротства может быть представлен следующим образом.

[1] Ст.122 п.2 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)"

Схема № 4. Процесс банкротства

Ключевой фигурой всего процесса банкротства является арбитражный управляющий. В зависимости от процедуры арбитражный управляющий может действовать как:

1. временный управляющий (наблюдение);
2. внешний управляющий (внешнее управление);

3. конкурсный управляющий (конкурсное производство).

Основными задачами *временного управляющего* являются:

- ✓ установление требований кредиторов для участия в первом собрании кредиторов;
- ✓ обеспечение сохранности имущества должника;
- ✓ проведение анализа финансового состояния должника на основе информации, предоставляемой руководством должника (а последнее обязано по требованию временного управляющего предоставить любую информацию, касающуюся деятельности должника).[1]

Джае поверхностный анализ функций временного управляющего позволяет говорить об огромной значимости его фигуры в процессе всего дела о банкротстве. Практика показывает, что именно от действий временного управляющего во многом зависит:

а) расстановка сил на первом собрании кредиторов, определяющем дальнейшую судьбу должника. Несовершенство законодательства вкупе с невысокой квалификацией юридических служб как должника, так и кредиторов, оставляет опытному управляющему значительные возможности для маневра в рассмотрении обоснованности требований тех или иных кредиторов, а от результатов такого рассмотрения полностью зависит расклад сил на первом собрании кредиторов;

б) выбор дальнейшей процедуры банкротства. Временный управляющий самостоятельно, либо с привлечением соответствующих специалистов, проводит анализ финансового состояния должника. Именно финансовый анализ призван выработать и обосновать необходимость применения той или иной процедуры банкротства. Практика банкротств показывает, что при наличии соответствующей подготовки у временного управляющего, либо у привлеченных им специалистов, выводы проведенного анализа финансового состояния крайне редко оспариваются в судебном порядке. Это обусловлено как отсутствием углубленных познаний в области финансового

[1] Ст.60 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)"

анализа как у арбитражных судей, так и у юридической службы противоборствующей стороны.

Исходя из вышеизложенного, логично предположить, что продвижение своего кандидата во временные управляющие – первая и наиболее важная задача как для кредитора (враждебного приобретателя), рассматривающего возможность захвата контроля над активами должника с помощью банкротства, так и должника (целевой фирмы), защищающегося от нападения. В этом плане Закон "О несостоятельности (банкротстве)" дает кредитору серьезное преимущество, поскольку одновременно с подачей заявления о признании должника банкротом кредитор может представить свою кандидатуру временного управляющего. При условии соблюдения всех необходимых формальностей назначение временным управляющим кандидата кредитора весьма вероятно. Однако, на практике, нередки случаи, когда назначается арбитражный управляющий, действительно независимый ни от должника, ни от кредиторов. В такой ситуации в интересах как должника, так и кредиторов, как можно скорее склонить временного управляющего занять необходимую им позицию. Ситуации, когда временному управляющему удается «остаться над схваткой» достаточно редки.

Непосредственное перераспределение контроля над активами предприятия происходит в большинстве случаев на стадии внешнего управления, либо конкурсного производства. В качестве исходного условия примем назначение арбитражного управляющего, действующего в интересах кредитора-поглотителя.

В соответствии со ст.69 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)" с момента введения внешнего управления руководитель должника отстраняется от должности, а управление делами должника возлагается на внешнего управляющего. С этого момента внешний управляющий фактически получает право распоряжаться имуществом должника. Непосредственное перемещение контроля над активами должника может предусматривать различные варианты стратегии действий внешнего управляющего. Тем не менее, не претендуя на полный охват всех ньюансов можно очертить три основных варианта действий внешнего управляющего:

1. продажа предприятия (бизнеса) должника;

2. дополнительная эмиссия акций;
3. внесение имущества должника в уставный капитал вновь образуемого акционерного общества.

Продажа предприятия (бизнеса) должника регулируется ст.86 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)", в соответствии с которой продажа предприятия производится на открытых торгах, если иное не предусмотрено планом внешнего управления. В планы кредитора, претендующего на поглощение бизнеса должника, как правило, не входит участие в открытых торгах, не только повышающих издержки поглощения, но и имеющих зачастую малопредсказуемый исход. Искусственные ограничения на участия в торгах иных потенциальных покупателей немедленно послужат поводом к подаче жалоб на действия внешнего управляющего и, возможно, приведут к его отстранению. В целях исключения подобного развития ситуации планом внешнего управления, утверждаемым собранием кредиторов, может быть предусмотрена продажа предприятия без проведения торгов, по договору купли-продажи, заключаемым внешним управляющим. Условия такого договора также могут подлежать утверждению на собрании кредиторов. Ключевым моментом здесь является то, что в ходе наблюдения временным управляющим, как уже отмечалось, могут «отсеваться» отдельные кредиторы с целью концентрации большинства голосов в руках нужного кредитора, либо группы кредиторов, действующих совместно. Таким образом, все принимаемые решения формально утверждаются собранием кредиторов большинством голосов, что позволяет управляющему реализовывать бизнес должника в целом, либо определенные активы по отдельности, по договорам купли-продажи, без проведения торгов. Нет нужды говорить о том, что цена, уплачиваемая за эти активы, как правило, существенно ниже рыночной цены, что позволяет кредитору-приобретателю осуществить поглощение со значительно меньшими издержками.

Второй вариант действий предусматривает *проведение в ходе внешнего управления дополнительной эмиссии акций.* При надлежащем структурировании, в результате такой операции производится разводнение акционерного капитала фирмы-должника с концентрированием контрольного пакета акций в руках кредитора-

поглотителя. Проведение дополнительной эмиссии акций является наиболее простым и эффективным способом перемещения контроля над должником к кредиторам, однако существующие правовые коллизии между Законом «Об акционерных обществах» и Законом «О несостоятельности (банкротстве)"» накладывают существенные ограничения на использование данной стратегии.

Закон "О несостоятельности (банкротстве)" прямо не предусматривает в качестве одной из мер восстановления платежеспособности должника проведение дополнительной эмиссии акций. Такой обмен можно отнести к «иным способам восстановления платежеспособности должника».[1] Косвенно возможность дополнительной эмиссии предусмотрена лишь ст.ст.69, 76 и 122 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». Статья 69 устанавливает, что с момента введения внешнего управления все полномочия органов управления должника (в т.ч. и собрания акционеров) переходят к внешнему управляющему. В статье 76 предусмотрено право внешнего управляющего самостоятельно распоряжаться имуществом должника, и, наконец, п.2 ст.122 относит к одним из возможных условий мирового соглашения обмен требований на акции. Таким образом, косвенное законодательное закрепление получает следующая двухэтапная стратегия перехвата контроля над активами должника.

1. На первом этапе внешний управляющий утверждает на собрании кредиторов проведение дополнительной эмиссии акций;
2. На втором этапе заключается мировое соглашение, предусматривающее обмен требований кредиторов на акции дополнительной эмиссии, и процедура банкротства благополучно завершается.

Тем не менее, как уже было отмечено такой вариант действий лишь косвенно предусмотрен Законом «О несостоятельности (банкротстве)». В свою очередь Закон «Об акционерных обществах» относит вопрос о проведении дополнительной эмиссии акций к исключительной компетенции собрания акционеров. Соответственно, дополнительная эмиссия акций в банкротстве может трактоваться как прямое ущемление прав акционеров, т.е. представляет собой более чем благоприятный повод для подачи

исков о признании ее недействительной. Таким образом, кредитор, конвертировав свой долг в акции, сталкивается со значительной неопределенностью своего будущего положения уже как акционера и огромными рисками, связанными с возможностью дальнейшего оспаривания проведенной конвертации.

Наиболее наглядным доказательством исключительной рискованности данной схемы захвата контроля над должником можно считать то обстоятельство, что за весь период действия Закона «О несостоятельности (банкротстве)» конвертация долга в акции использовалась лишь один раз – при банкротстве Ленинградского металлического завода. Внешний управляющий ЛМЗ, проведя дополнительную эмиссию акций, распределил их по закрытой подписке среди кредиторов предприятия. В результате этой операции контроль над заводом перешел от «Энергомашкорпорации» к структурам холдинга «Интеррос».[2] Проведение дополнительной эмиссии акций оспаривалось «Энергомашкорпорацией» последовательно во всех судебных инстанциях, однако Высший Арбитражный суд признал законность проведенной дополнительной эмиссии. Тем не менее, это не означает старт активного использования данного варианта перераспределения контроля, поскольку решение о признании дополнительной эмиссии акций законной было принято судом «с учетом конкретных обстоятельств дела». Другими словами, признание законности дополнительной эмиссии акций в случае с ЛМЗ не тождественно признанию законности ее и для других предприятий.

Третий вариант перемещения контроля над активами должника предусматривает *внесение имущества должника в уставный капитал вновь образуемого акционерного общества.* Анализ практики банкротств показывает, что именно создание на базе имущества должника нового акционерного общества является наиболее популярным способом перераспределения контроля над активами должника в процедуре банкротства.

В рамках данной стратегии внешний управляющий, наделенный всеми необходимыми полномочиями по управлению имуществом предприятия-банкрота, создает новое акционерное общество. В качестве вклада в уставный капитал вносится наибо-

---

[1] Ст.85 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)"
[2] Коннонова Е., Бутрин Д. ЛМЗ вышел из банкротства.//Коммерсант,№141 от 09.08.01,стр.4

лее ценные для кредитора-поглотителя активы должника. Параллельно с этим часть имущества должника, не представляющая интерес для кредитора, распродается.

Все эти мероприятия приводят в конечном счете к тому, что единственным активом предприятия-банкрота остается пакет акций нового акционерного общества. Размер данного пакета зависит от того, на каком этапе внешнего управления в действие вступает кредитор-поглотитель. Он может стать акционером уже в ходе создания нового акционерного общества, и в этом случае размер пакета акций, переходящий к должнику, не превышает 49 %. Контрольный пакет акций, в свою очередь, переходит к кредитору либо напрямую, либо через полностью подконтрольную ему структуру. При ином развитии ситуации, и в частности, если контрольный пакет акций вновь созданного акционерного общества остается за должником, кредитор приобретает его напрямую у внешнего управляющего. Необходимость организации открытых торгов по продаже контрольного пакета снимается путем проведения соответствующих решений на собрании кредиторов.

Как уже отмечалось выше, третий вариант перемещения контроля над активами должника, предусматривающий образование нового акционерного общества, является на настоящий момент самым популярным. Это обусловлено, в первую очередь, тем, что он надежно исключает всякую возможность обжалования в судебном порядке по мотивам ущемления прав существующих акционеров предприятия. Более того, его легальность подтверждена и Постановлением Правительства РФ № 476 от 22.05.98, в котором создание нового акционерного общества на базе имущества должника прямо указано как один из возможных вариантов восстановления платежеспособности. Практика банкротств также подтверждает фактически полное предпочтение именно данному варианту перераспределения контроля над имуществом предприятий-банкротов.[1]

Перераспределение активов должника в рамках конкурсного производства производится фактически в том же порядке, что и продажа предприятия должника в

---

[1] См. например Коцюба Н., Грамотенко Т. Меры, используемые для восстановления платежеспособности юридических лиц.//Вестник ФСФО,№9,2000,стр.34.

ходе внешнего управления. Обязанность конкурсного управляющего по продаже имущества на открытых торгах, так же как и во внешнем управлении, снимается путем проведения соответствующего решения на собрании кредиторов.

3.2. Анализ факторов, обуславливающих специфику российской практики поглощений

Несмотря на кажущуюся легкость и эффективность банкротства как инструмента враждебного поглощения, наличие огромного количества действующих лиц (должники, кредиторы, арбитражные управляющие, арбитражные суды, Федеральная служба по финансовому оздоровлению и банкротству и т.д.) и разнонаправленность их интересов, порядок назначения и снятия арбитражных управляющих, бесконечные судебные разбирательства – все это приводит к процедурам банкротства, зачастую с совершенно непредсказуемыми исходами. Тем не менее, банкротства, как уже отмечалось, все активнее используются как инструмент передела собственности.

В значительной степени это обусловлено относительной легкостью инициирования процесса банкротства в российских условиях. В основу экономической концепции Закона о банкротстве 1992 года был положен т.н. «принцип неоплатности», в соответствии с которым банкротом может быть признан только субъект, не расплачивающийся по своим обязательствам и одновременно не обладающий достаточным имуществом, реализовав которое можно было бы расплатиться с кредиторами. В основу действующего Закона о банкротстве, введеного в действие в 1998 году, положен т.н. «принцип неплатежеспособности», исходя из которого установление возможности/невозможности восстановления платежеспособности и, соответственно, признания либо не признания должника банкротом, базируется на изучении финансовых результатов деятельности и анализе денежных потоков. Законодательное закрепление концепция неплатежеспособности обрела в статьях 3,5 ФЗ "О несостоятельности (банкротстве)", в соответствии с которыми для принятия арбитражным судом заявления о признании должника банкротом и введении наблюдения должны соблюдаться одновременно два условия:

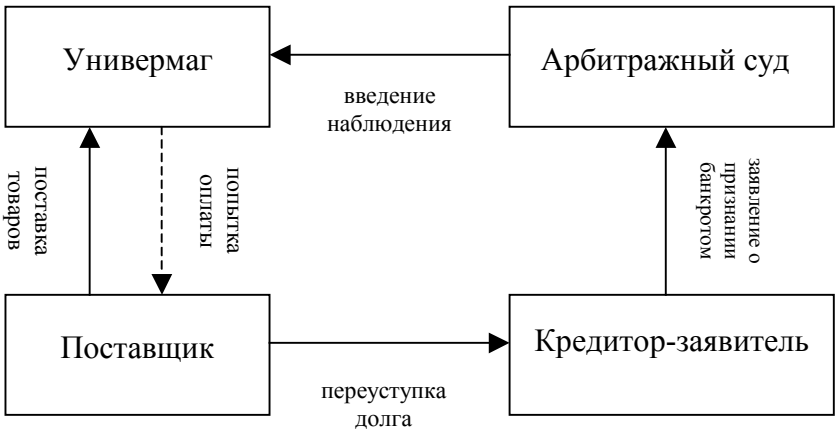
- ✓ требования к должнику-юридическому лицу в совокупности должны составлять не менее 500 минимальных размеров оплаты труда;

- ✓ данные обязательства должны быть не исполнены должником в течение трех месяцев с момента наступления даты их исполнения.

Другими словами, если у какого-либо предприятия существует кредиторская задолженность на сумму свыше 50 000 руб. и просрочка по ее уплате достигла трех месяцев, есть все необходимые основания для начала процесса банкротства. Исходя из этих минимальных требований можно инициировать процедуру банкротства на подавляющем большинстве российских предприятий.

Более того, легкость инициирования банкротства привела к появлению схем перехвата контроля, абсолютно легальных с точки зрения действующего законодательства, но лишенных какой-либо экономической логики. В качестве примера можно привести ситуацию с банкротством ряда крупных успешно функционирующих московских универсальных магазинов, сложившуюся в середине 2000 года. Схематично, механизм, с помощью которого была предпринята попытка захвата контроля, можно представить следующим образом.

Схема № 5. Механизм банкротства (пример).



На первом этапе некая фирма-поставщик продает универмагу партию товара с отсрочкой оплаты. Универмаг может быть заинтересован «выгодными» условиями поставки (сниженные цены, значительная отсрочка оплаты и т.п.). Сумма сделки должна превышать 500 МРОТ.

Второй этап действий предполагает переуступку долга универмага поставщиком третьему лицу. При этом универмаг не ставится в известность о произошедшей сделке. После переуступки долга поставщик закрывает свой счет в банке (отраженный в реквизитах договора поставки), меняет место нахождения, либо вообще ликвидируется. По истечении отсрочки универмаг пытается расплатиться с поставщиком, однако ввиду закрытия единственно известного универмагу счета поставщика, а также невозможности определить место нахождения поставщика, универмаг не имеет возможности с ним расплатиться.

На третьем этапе, по прошествии трех месяцев, фирма (кредитор-заявитель), которой поставщик переуступил долг универмага, обращается в арбитражный суд с заявлением о признании универмага банкротом. Арбитражному судье, при условии соблюдения формального порядка подачи заявления о признании банкротом, не остается ничего иного, кроме как принять заявление к производству, ввести наблюдение и назначить временного управляющего. Временный управляющий, как уже было показано ранее, имеет значительное влияние на дальнейший ход дела о банкротстве, и в случае если арбитражным судом была утверждена кандидатура управляющего, предложенного кредитором, у универмага появлялась реальная возможность смены собственника.

Тем не менее, относительная легкость инициирования процедуры банкротства сама по себе не может являться основным фактором, обуславливающим предпочтение именно банкротства как метода враждебного поглощения. Как уже отмечалось выше, процедура банкротства представляет собой весьма сложный процесс, в рамках которого зачастую невозможно спрогнозировать конечный результат. Банкротство – лишь инструмент перехвата контроля над активами; подлинная причина использования именно этого инструмента – структура акционерного капитала приватизированных российских предприятий, сложившаяся к середине 90-х гг., после завершения массовой приватизации.

В соответствии с Первой государственной программой приватизации, утвержденной постановлением Верховного Совета РФ 11 июня 1992 года предусматрива-

лось три варианта акционирования для крупных предприятий (численность работающих более 1000 чел., стоимость основных фондов на 01.01.92 более 50 млн.руб.).

Первый вариант приватизации предполагал безвозмездную передачу 25 % привилегированных акций и предоставление права на покупку 10 % обыкновенных акций на льготных условиях трудовому коллективу предприятия. Администрация предприятия могла рассчитывать на безвозмездное получение 5 % обыкновенных акций. На ваучерный аукцион выставлялось 29 % обыкновенных акций. В государственной собственности временно закреплялось 31 % акций, подлежащих в дальнейшем реализации на денежных аукционах, инвестиционных конкурсах и т.п. В соответствии со *вторым вариантом приватизации* контрольный пакет в 51 % акций продавался трудовому коллективу на льготных условиях, 29 % выставлялось на ваучерный аукцион, а 20 % временно закреплялось в государственной собственности с последующей реализацией. Наконец, *третий вариант приватизации* предусматривал продажу 20 % акций на льготных условиях трудовому коллективу, 29 % реализовывалось на ваучерном аукционе, а 31 % закреплялся в государственной собственности для последующей реализации. Администрация предприятия, взявшая на себя обязательства по реорганизации бизнеса, могла рассчитывать на покупку 20 % акций на льготных условиях.

Уже к середине 1994 года было приватизировано свыше 100 тысяч предприятий, производивших 40 % ВВП России. При этом более 75 % крупных предприятий было приватизировано по второму варианту, 24 % по первому, третий вариант имел место лишь в 1 % случаев.[1]

Несмотря на изначальную распыленность акционерного капитала, в дальнейшем наметились две основные группы акционеров, постепенно сконцентрировавшие в своих руках крупные пакеты акций в целях установления контроля над предприятием:

- ✓ топ-менеджмент самих приватизированных предприятий;

[1] Голубков Д.Ю. Особенности корпоративного управления в России.-М.:Альпина,1999,стр.25

- ✓ внешние инвесторы, в т.ч. коммерческие банки, инвестиционные и финансовые компании, инвестиционные фонды и т.п.

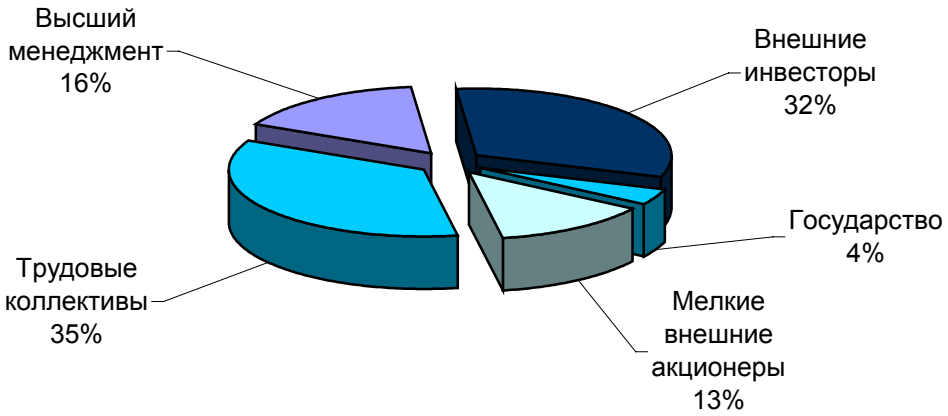
Приобретение акций высшим менеджментом диктовалось стремлением сохранить контроль над управляемым бизнесом и недопустить прихода новых собственников, поскольку это могло привести к смене руководящего состава предприятия. Еще до начала приватизации, в условиях разрушенной системы государственного контроля и отсутствия какой-либо эффективной замены государственного регулирования, высшее руководство значительной части российских предприятий практиковало перепродажу производимой продукции через оффшорные структуры, что позволяло менеджменту присваивать большую часть прибыли от реализации. Аккумулированные таким образом денежные средства с началом приватизации были направлены на скупку приватизационных чеков (ваучеров) у населения с целью участия в ваучерном аукционе по продаже акций приватизируемого предприятия. Еще одним инструментом аккумулирования ваучеров выступили чековые инвестиционные фонды, предлагавшие в обмен на ваучеры свои акции (по экспертным оценкам около 80 % ЧИФов по состоянию на середину 1994 года принадлежало де-факто директорам российских предприятий).[1] Менеджментом велась также активная работа по скупке акций у трудового коллектива через подконтрольные структуры, а также приобретению акций, закрепленных в государственной собственности, на денежных аукционах и инвестиционных конкурсах. Зачастую руководство ограничивалось приобретением сравнительно небольшого пакета акций (10 – 15 %), однако при этом с целью исключения продажи работниками акций третьим лицам практиковалось установление различного рода незаконных ограничений. Например, работник, продавший свои акции внешнему инвестору, мог быть немедленно под любым предлогом уволен, лишен социальных пособий и т.п.

Аккумулирование акций внешними инвесторами, подавляющая часть которых была представлена различного рода финансовыми институтами, осуществлялось преимущественно на ваучерных аукционах, а в дальнейшем и на денежных аукционах и

инвестиционных конкурсах по продаже акций, временно закрепленных в государственной собственности. Сюда же можно отнести и печально известные «залоговые» аукционы, по условиям которых государству предоставлялись кредиты под залог пакетов акций крупнейших российских предприятий. Именно с залоговыми аукционами связано окончательное формирование основных российских финансово-промышленных групп и появление т.н. «олигархов». Внешние инвесторы предпринимали и активные попытки скупить акции у трудовых коллективов, однако менеджмент, задействовав все возможные административные ресурсы, как правило, успешно блокировал такую скупку.

Активный процесс перераспределения акционерного капитала на большинстве российских предприятий завершился к середине 1996 года, и структура совокупного акционерного капитала приватизированных предприятий выглядела следующим образом.

Диаграмма № 5. Структура совокупного акционерного капитала приватизированных предприятий (1996 г.)



Источник: Радыгин А.Д. «Российская приватизационная программа и ее результаты», ИЭППП 1998.

На первый взгляд, приведенные данные свидетельствуют о том, что акционерный капитал был по-прежнему распылен, и ни менеджмент, ни внешние инвесторы не

[1] Голубков Д.Ю. Особенности корпоративного управления в России.-М.:Альпина,1999,стр.27

владели эффективным контролем. Однако в реальности доля в акционерном капитале, де-факто контролируемая руководством, значительно превышала долю контролируемую де-юре. Как уже отмечалось, административные ресурсы позволяли менеджменту фактически контролировать акции трудового коллектива. Кроме того, значительная часть мелких внешних акционеров в действительности, как правило, представляет собой структуры, аффилированные с руководством предприятия. В условиях отсутствия официальной статистической информации большинство экспертных оценок сходится в том, что на одно предприятие, контролируемое внешними инвесторами, приходилось до 5-6 предприятий, контролируемых менеджментом.

Таким образом, уже к началу 1997 года у большинства российских предприятий появились новые собственники, причем *подавляющая часть из них была представлена действующим руководством предприятия.* В условиях, когда контрольный пакет акций принадлежит действующему руководству предприятия, использование методов враждебного поглощения, применяемых в зарубежной практике (тендерные предложения и т.д.), становится невозможным. Именно поэтому единственной реальной возможностью устранения неэффективного менеджмента и перехвата контроля над активами становится процедура банкротства.

Стремление к использованию банкротства как инструмента враждебного поглощения может быть продиктовано и еще одним весьма важным обстоятельством. Даже в ситуациях, когда враждебный приобретатель может аккумулировать контрольный пакет акций поглощаемой компании, это еще не означает, что в дальнейшем он действительно добьется эффективного контроля над предприятием и сможет сместить менеджмент. Другими словами, в российских условиях перемещение контрольного пакета акций от одной группы акционеров к другой представляет собой перехват контроля де-юре; де-факто – это лишь реальное начало борьбы за контроль над акционерным обществом. Такое положение дел связано, в первую очередь, с систематическим ущемлением интересов акционеров, имеющим место в российских условиях. При этом методы борьбы менеджмента со своими акционерами весьма многочисленны и варьируются от откровенно криминальных мероприятий до юридически гра-

мотной обороны, позволяющей ущемлять интересы акционеров, действуя исключительно в рамках закона.

Прежде чем перейти к рассмотрению приемов, используемых менеджментом в борьбе с враждебными приобретателями, представляется целесообразным кратко описать сам механизм смены руководства предприятия, как он закреплен в российском законе «Об акционерных обществах». Поэтапное рассмотрение этого механизма позволит в дальнейшем определить на какой именно стадии смены контроля менеджментом могут быть задействованы приемы борьбы с враждебно настроенными акционерами.

Схема № 6. Механизм смены контроля в акционерном обществе

На первом этапе происходит аккумулирование пакета акций, предположительно достаточного для проведения на собрании акционеров решений, необходимых приобретателю, и в частности переизбрание членов совета директоров, исполнительного органа общества (генерального директора и/или правления) и т.д. Процесс приобретения акций уже анализировался выше, поэтому в качестве исходного условия примем наличие у приобретателя контрольного пакета акций, потенциально позволяющего провести все необходимые решения на общем собрании акционеров.

Второй этап предполагает формулирование приобретателем вопросов для внесения в повестку дня внеочередного общего собрания акционеров. На данном этапе акционер определяется с кандидатурами, предлагаемыми в совет директоров, а также решает вопрос о выдвижении своего кандидата в исполнительный орган общества, если уставом решение и порядок избрания исполнительного органа отнесен к компетенции общего собрания акционеров. Требование о созыве внеочередного собрания направляется акционером совету директоров, который в течение 45 дней с момента представления требования обязан созвать и провести внеочередное общее собрание акционеров. При этом совет директоров может и отказать в созыве внеочередного собрания, если не соблюден ряд формальных условий (нарушен порядок предъявления требования о созыве собрания, установленный законом, и т.п.). В решение о созыве собрания должна быть также указана форма его проведения (совместное присутствие или заочное голосование), причем совет директоров не вправе изменять форму собрания, предлагаемую акционером.

Третий этап включает непосредственно само общее собрание и смещение управляющей команды акционерного общества (совета директоров и/или исполнительного органа). Для того, чтобы собрание было признано правомочным (имело кворум) на нем должны зарегистрироваться акционеры или их представители, обладающие в совокупности более чем половиной голосующих акций общества. При отсутствии кворума должна быть определена дата проведения нового собрания, которое будет считаться правомочным, если для участия в нем зарегистрируются акционеры или их представители, обладающие 30 и более процентами голосующих акций.

Таков вкратце механизм приобретения контроля и смены управляющих, как он закреплен в российском законе «Об акционерных обществах». Более углубленный анализ, а также уже имеющаяся российская практика борьбы с недружественными акционерами, показывает, что практически на каждом этапе действий по перехвату контроля и смены управляющих даже обладающий контрольным пакетом акционер может быть блокирован в реализации своих законных интересов.

Одним из наиболее часто практиковавшихся и наименее законных способов борьбы с недружественными акционерами является т.н. «вычеркивание из реестра акционеров». В результате такого вычеркивания акционер не только не имеет возможности требовать проведения собрания, но и вообще перестает восприниматься менеджментом предприятия в качестве акционера. Нет нужды говорить о том, что такая операция носит абсолютно незаконный характер и легко может быть оспорена в судебном порядке. По этим причинам вычеркивание из реестра, первоначально активно применявшееся в борьбе за контроль над российскими предприятиями, начало постепенно сменяться иными, более цивилизованными формами борьбы с враждебными приобретателями.

Как уже отмечалось выше, требовать проведения внеочередного собрания может в том числе акционер, владеющий 10 и более процентами голосующих акций общества. Закон «Об акционерных обществах» предусматривает ряд условий, при наличии которых совет директоров может отказать в проведении внеочередного собрания. В частности п.4 ст.55 Закона «Об акционерных обществах» устанавливает, что решение об отказе в проведении собрания может быть принято если:

- ✓ не соблюден установленный законом порядок предъявления требования о созыве собрания;
- ✓ акционер, требующий созыва внеочередного собрания, владеет менее чем 10 % голосующиха акций;
- ✓ ни один из вопросов, предложенных в повестку дня собрания не отнесен к его компетенции;
- ✓ вопрос, предлагаемый для внесения в повестку дня, не соответствует требованиям законодательства.

Таким образом, уже на данном этапе совет директоров, при наличии хотя бы одного из вышеперечисленных условий, может отказать акционеру в проведении собрания. Весьма ограниченный набор условий и их формальный характер обуславливает относительную легкость оспаривания такого отказа в судебном порядке, однако

управляющие целевой фирмы получают некоторый резерв времени для внедрения каких-либо иных более эффективных защитных мероприятий.

Кроме того, у совета директоров остается и еще один вариант защиты. В законе определен предельный срок в 10 дней, в течение которого советом директоров должно быть принято решение о созыве, либо об отказе в созыве внеочередного собрания акционеров. Если в течение установленного срока советом директоров не принято решение о созыве/отказе в созыве собрания, внеочередное общее собрание акционеров может быть созвано лицами, требующими его созыва. Однако в законе ничего не сказано о порядке проведения такого собрания. Другими словами, акционер может созвать собрание, однако провести его без участия счетной комиссии он не в состоянии, поскольку именно счетная комиссия определяет кворум собрания, т.е. его правомочность. Счетная комиссия – постоянно действующий орган общества, количественный и персональный состав которой утверждается собранием акционеров *по предложению совета директоров*. Счетная комиссия, функционирующая на данном собрании, должна была быть избрана на одном из предыдущих собраний акционеров, когда менеджмент еще контролировал расстановку сил среди акционеров. Естественно предположить, что контролируемая менеджментом счетная комиссия окажется недосягаемой для акционера, созвавшего внеочередное собрание самостоятельно.

В качестве практического примера реализации такой защиты можно привести борьбу за Лебединский горнообогатительный комбинат (ГОК), развернувшуюся между менеджментом Лебединского ГОКа и КБ «Российский кредит» в 1997 году. «Российский кредит», аккумулировав контрольный пакет предприятия, направил совету директоров требование о созыве внеочередного собрания акционеров. Не получив в установленный законом срок ответа, банк самостоятельно созвал собрание акционеров. В условиях недоступности счетной комиссии, «Российскому кредиту» пришлось в начале собрания, вне повестки дня, голосованием избирать собственную счетную комиссию, приступившую к определению кворума. Однако подобные действия представляют собой более чем благоприятный повод для подачи судебного иска о признании решений такого собрания недействительным. По словам А.Волкова, президента

компании «Минфин», выступавшей консультантом руководства Лебединского ГОКа по организации защиты от поглощения, решения внеочередного собрания акционеров, созванного «Российским кредитом», могут быть легко оспорены уже в первой судебной инстанции.[1]

С порядком образования и функционирования счетной комиссии акционерного общества связана и еще одна широко применяющаяся на практике стратегия защиты. В соответствии со статьей 56 Закона «Об акционерных обществах» счетная комиссия в обязательном порядке формируется в обществе с числом акционеров-владельцев голосующих акций более ста, при этом количественный и персональный состав счетной комиссии утверждается общим собранием акционеров по предложению совета директоров. В обществе с числом акционеров более 500 функции счетной комиссии может осуществлять специализированный регистратор. В законе определен исчерпывающий перечень функций счетной комиссии, а именно:

1. разъяснение вопросов по порядку голосования;
2. обеспечение соблюдения установленного порядка голосования;
3. подсчет голосов и подведение итогов голосования;
4. составление протокола об итогах голосования;
5. передача в архив бюллетеней для голосования.

Таким образом, счетная комиссия фактически выполняет весь объем работ с момента окончания регистрации участников общего собрания акционеров. Однако ключевым моментом собрания, используемым менеджментом в борьбе с недружественными акционерами, является именно *этап регистрации участников собрания*. Для регистрации акционеров в качестве участников собрания должна быть проведена проверка полномочий самих участников, либо их представителей. Поскольку такая проверка не входит в компетенцию счетной комиссии менеджмент назначает некую дополнительную комиссию (мандатную, регистрационную и т.п.), основной функцией которой становится именно проверка полномочий представителей акционеров. Итоги проверки полномочий определяют конечный расклад сил на собрании, и имен-

[1] Сиваков Д., Привалов А.. Айкидо против контрольного пакета.//Эксперт,1999,№43,стр.49

но на этапе такой проверки происходит «отсев» неугодных акционеров. При этом представитель враждебного по отношению к менеджменту акционера получает некий документ, например «выписку из протокола мандатной комиссии», с отказом признать его представительство законным (ввиду ненадлежаще оформленной доверенности и т.д.). Другими словами, акционеру выдается некий документ, не определенный законной процедурой, но и не противоречащий ей. Как показывает практика, перспектива благополучного исхода дальнейшего судебного разбирательства представляется весьма туманной. Пострадавший акционер втягивается в бесконечные судебные тяжбы, пытаясь установить надлежащего ответчика, истребовать подлинники документов полумифических комиссий, деятельность которых не регулируется законом, и т.д.[1]

Подводя итог, можно отметить, что наличие у менеджмента предприятия, ставшего объектом враждебного поглощения, грамотной юридической службы, либо привлечение квалифицированного консультанта, позволяет, действуя строго в рамках правового поля, по сути ущемлять законные интересы акционеров и эффективно препятствовать смене фактического контроля над предприятием. Это, в свою очередь, также обуславливает предпочтение именно процедуры банкротства прочим методам враждебного поглощения в российских условиях.

[1] Волков А., Сиваков Д. Технология абсолютной власти.//Эксперт,1999,№23,стр.31

3.3. Методика проведения поглощений и перспективы развития механизма поглощений в России

Во второй главе исследования был описан зарубежный опыт осуществления операций поглощений с подробным анализом методов и приемов корпоративной борьбы на предмет возможности их использования в российских условиях.

В первом и во втором параграфе третьей главы была проанализирована российская специфика поглощений, выявлены и объяснены причины, обуславливающие существенные отличия российской практики от зарубежных подходов к организации поглощений.

В настоящем параграфе будет предпринята попытка выработать и обосновать методику проведения поглощения в российских условиях с учетом возможности применения зарубежного опыта и имеющейся российской специфики организации подобных операций.

Процесс поглощения может быть условно разбит на два этапа:

1. подготовительный этап, в ходе которого осуществляется сбор первичной информации об объекте поглощения, ее предварительный анализ и выбор способа перехвата контроля;
2. этап активных мероприятий, в ходе которого разрабатывается план мероприятий и непосредственно осуществляется перехват контроля.

Схематично организацию процесса поглощения можно представить следующим образом.

Схема № 7 . Организация процесса поглощения

1. Подготовительный этап

Организация рабочей группы по проведению поглощения

Рабочая группа по проведению поглощения не должна быть чрезмерно раздутой, поскольку ее функции не предварительном этапе достаточно ограничены. Оптимальный размер – 3 специалиста, в т.ч.:

1. руководитель проекта;
2. специалист по корпоративным финансам/финансовый аналитик;
3. юрист в области корпоративного права, хорошо разбирающийся в вопросах банкротства.

Сбор предварительной информации об объекте поглощения

Для проведения анализа и выработки стратегии перехвата контроля необходимо провести сбор предварительной информации об объекте поглощения. К числу минимально необходимых документов можно отнести:

1. сведения о государственной регистрации предприятия;

2. учредительные документы (устав, учредительный договор);
3. проспекты эмиссий акций, отчеты об итогах выпуска;
4. последний годовой бухгалтерский баланс с приложениями (формы 2-5) и поквартальные балансы за текущий год с расшифровкой дебиторской и кредиторской задолженности;
5. реестр акционеров на последнюю возможную дату;
6. сведения о принадлежащем предприятию недвижимом имуществе.

Все указанные сведения носят либо полностью открытый характер, либо по запросу предоставляются государственными регистрирующими органами за небольшую плату, либо могут быть собраны специальными фирмами, занимающимися такого рода деятельностью на коммерческой основе.

Кроме того, как правило, потенциальный поглотитель в той или иной мере уже знаком с деятельностью объекта поглощения и может предоставить инсайдерскую информацию о предприятии, и, в частности, сведения о:

1. основных поставщиках и потребителях продукции предприятия;
2. структуре и качестве активов;
3. планируемых производственных программах;
4. аффилированных компаниях, в т.ч. дочерних и зависимых обществах;
5. отношениях менеджмента предприятия со своими акционерами и кредиторами.

Анализ объекта поглощения и выработка стратегии перехвата контроля.

Как уже отмечалось выше, в российских условиях существуют два основных пути перехвата контроля:

1. путем скупки акций (условно назовем его «фондовый» способ);
2. путем инициации процедуры банкротства («банкротный» способ).

Нередки также ситуации в которых используются сразу оба способа перехвата контроля.

Исходя из этого, конечными целями анализа объекта поглощения являются:

1. выбор способа перехвата контроля;
2. разработка детального плана действий.

Проводимый анализ объекта поглощения распадается на три основные составляющие:

1. юридический анализ;
2. экономический анализ;
3. анализ состава акционеров и кредиторов.

Юридический анализ

Юридический анализ должен быть направлен, в первую очередь, на изучение учредительных документов должника и, в особенности, положений устава, касающихся:

- ✓ порядка выпуска, обращения и выкупа ценных бумаг общества;
- ✓ порядка совершения крупных сделок с имуществом общества;
- ✓ порядка избрания, функционирования и разграничения компетенции органов управления общества.

Как показывает практика, положения устава, касающиеся порядка выпуска и обращения ценных бумаг общества, а также порядка совершения крупных сделок, повторяют правовые нормы Закона «Об акционерных обществах». Определенные нюансы, имеющие ключевое значение для успешного перехвата контроля, встречаются в порядке избрания, функционирования и разграничения компетенции органов управления общества. В частности, следует уделить особое внимание следующим вопросам:

1) избрание генерального директора общества. Как уже отмечалось выше, Закон «Об акционерных обществах» относит этот вопрос к компетенции собрания акционеров, если иное не предусмотрено уставом. На практике уставом достаточно часто предусматривается избрание генерального директора советом директоров общества, из чего следует, что до установления контроля над менеджментом предприятия поглотителю придется первоначально добиваться контроля над советом директоров.

2) избрание совета директоров общества. Несмотря на невозможность использования «разделенного» совета в российской практике, тем не менее, порядок избрания совета директоров требует самого внимательного изучения. В частности, необходимо выяснить простым либо кумулятивным голосованием избирается совет директоров. При наличии кумулятивного голосования даже приобретение контрольного пакета акций не дает полного контроля над советом директоров. Кроме того кумулятивное голосование может являться инструментом с помощью которого реализуется т.н. «матрешечная» технология. Для ее реализации в устав вносятся следующие поправки:

- ✓ избрание совета директоров осуществляется кумулятивным голосованием;
- ✓ избрание генерального директора относится к компетенции совета директоров;
- ✓ для избрания генерального директора необходимо квалифицированное большинство голосов (как правило две трети от общего количества голосов совета директоров).

Конечным результатом реализации «матрешечной» технологии является то, что владелец контрольного пакета в 51 % акций может избрать лишь пять от девяти членов совета директоров, что не дает ему две трети голосов совета (необходимы голоса шести членов). Следовательно, несмотря на обладание контрольным пакетом, избрать генерального директора акционер не в состоянии.

3) избрание счетной комиссии и порядок ее функционирования. Как уже отмечалось выше, умело манипулируя счетной комиссией менеджмент предприятия может эффективно препятствовать проведению собраний акционеров по вопросам смены управляющей команды.

Экономический анализ

Экономический анализ призван дать первый, самый поверхностный, ответ на вопрос, каково финансовое состояние предприятия. В целом, экономический анализ проводится по общепринятой методике с расчетом коэффициентов ликвидности, финансовой зависимости, рентабельности и т.д. Проводится сопоставление со среднеот-

раслевым данными (если таковые имеются). При наличии бухгалтерской отчетности за предыдущие отчетные периоды целесообразно проанализировать динамику основных статей баланса, причем особое внимание необходимо уделять трем ключевым моментам, а именно:

- ✓ *движению внеоборотных активов предприятия.* Крупные сокращения основных средств и параллельное увеличение долгосрочных финансовых вложений могут свидетельствовать о ведущемся выводе активов в дочерние компании;
- ✓ *движению дебиторской задолженности.* Постоянный рост дебиторской задолженности говорит не только о неэффективной работе предприятия со своими дебиторами, но и возможно о намеренной реализации продукции неплатежеспособным дебиторам, каковыми вероятнее всего являются юридические лица, аффилированные с руководством предприятия;
- ✓ *движению кредиторской задолженности.* Резкий прирост кредиторской задолженности может свидетельствовать как о реальном ухудшении финансового состояния предприятия, так и о намеренном создании фиктивной кредиторской задолженности перед структурами, контролируемыми менеджментом.

Анализ состава акционеров и кредиторов

Анализ *структуры акционерного капитала* призван обеспечить поглотителю ясное понимание состава собственников объекта поглощения и процентные доли которыми они владеют, т.е. проще говоря, отчетливо представлять распределение контроля в целевой компании.

Первый и наиболее важный вопрос – каким процентом голосов располагает менеджмент предприятия. В случае, если менеджмент обладает контрольным пакетом акций «фондовый» способ перехвата контроля немедленно должен быть поставлен под вопрос. Возможность использования «фондового» способа перехвата контроля в такой ситуации существует лишь в случае если контрольный пакет акций распреде-

лен среди нескольких топ-менеджеров предприятия. Между ними также должен существовать какой-либо конфликт, обуславливающий наличие у кого-либо из руководства предприятия желания продать принадлежащий ему пакет акций.

На втором этапе необходимо проанализировать распределение долей среди остальных акционеров и ранжировать их по степени готовности к продаже принадлежащих им акций. С учетом состава акционеров усредненного российского предприятия (см.диаграмму № 6) степень готовности к продаже акций можно оценить следующим образом:

1. трудовой коллектив – наименьшая вероятность;
2. внешние инвесторы – средняя вероятность;
3. мелкие акционеры (профессиональные участники рынка ценных бумаг и т.п.) – наибольшая вероятность.

Вероятность продажи пакета акций, закрепленного в государственной собственности (если таковой имеется), по понятным причинам прогнозированию не подлежит.

Конечной целью *анализа кредиторов* предприятия выступает формирование четкой и ясной картины о составе кредиторов предприятия, удельного веса задолженности приходящегося на каждого из них. Информация о распределении кредиторской задолженности обеспечивает поглотителю возможность приблизительного прогноза расстановки сил на первом собрании кредиторов в случае инициации процедуры банкротства.

Как и в случае с акционерами сходному ранжированию должны быть подвергнуты кредиторы предприятия на предмет готовности к уступке долга. Однако специфика банкротства накладывает свои ограничения на анализ кредиторской задолженности и в частности:

- ✓ задолженность по оплате труда не должна интересовать поглотителя, поскольку не обладает правом голоса на собрании кредиторов;
- ✓ задолженность по уплате налогов и обязательных платежей в бюджет и во внебюджетные фонды в силу действующего законодательства нереальна к

приобретению. В то же время ее наличие при условии налаженных контактов с местной администрацией, территориальным отделением ФСФО РФ, позволяет, как показывает практика, без значительных вложений контролировать значительную часть голосов на первом собрании кредиторов;

- ✓ задолженность перед кредиторами, связанными долговременными деловыми связями с должником, также весьма сомнительна к приобретению по крайней мере до начала внешнего управления либо конкурсного производства.

Необходимо отметить, что данные об акционерах и кредиторах объекта поглощения, взятые на первом этапе сбора информации из реестра акционеров и расшифровки кредиторской задолженности соответственно, как правило, не обладают большой степенью информативности. Фактически из них можно лишь составить список юридических и физических лиц с принадлежащим им процентом акционерного капитала либо кредиторской задолженности.

Реальную ценность представляют данные о том, насколько тот или иной акционер или кредитор аффилированы с руководством предприятия. С учетом этого, за выявлением акционеров и кредиторов должен следовать этап дополнительного сбора информации по ним, включающей в первую очередь сведения об учредителях и распределении между ними долей.

Из официальных источников фактически невозможно подчерпнуть информацию о дочерних и зависимых обществах, однако, как уже отмечалось, существуют компании, занимающиеся сбором таких сведений на коммерческой основе.

Конечными результатами этапа сбора и анализа информации об объекте поглощения должны стать:

1. список акционеров предприятия с указанием принадлежащих им долей;
2. список кредиторов предприятия с указанием приходящегося на них удельного веса кредиторской задолженности;

3. схема взаимного влияния менеджмента предприятия, самого предприятия как юридического лица, его акционеров и кредиторов (примерная схема приведена в Приложении 1).

Выбор способа перехвата контроля

Проведенный предварительный анализ объекта поглощения позволяет сформулировать и обосновать подлежащий применению способ перехвата контроля.

«Фондовый» способ подлежит применению при наличии следующих условий:

- ✓ менеджмент предприятия не владеет контрольным пакетом акций. Контрольный пакет акций должен быть сконцентрирован в руках акционеров, потенциально готовых к его продаже;
- ✓ финансовое состояние предприятия относительно стабильное и исключает возможность наступления неплатежеспособности на ближайшую перспективу;
- ✓ внедренные защитные меры (поправки к уставу и т.п.) могут быть сравнительно легко и быстро преодолены.

Следует отметить, что в российских условиях наибольшую опасность для приобретателя представляет даже не выстроенная система защиты от враждебного поглощения. Как показывает практика, российские менеджеры в большинстве своем еще мало озабочены проблемами корпоративного контроля и редко заблаговременно организуют грамотную систему защиты. Реальную опасность для поглотителя представляет инициация процедуры банкротства самим менеджментом предприятия. Продвижение своей кандидатуры арбитражного управляющего обеспечивает менеджменту контроль над предприятием и возможность практически полностью игнорировать интересы акционеров. С учетом этого одним из непременных условий применения «фондового» способа перехвата контроля является отсутствие значительной задолженности объекта поглощения перед структурами, аффилированными с руководством.

«Банкротный» способ перехвата контроля следует использовать при:

1. наличии либо предварительной скупке значительного объема кредиторской задолженности объекта поглощения. Объем приобретаемого долга должен исключить возможность оплаты его объектом поглощения до введения процедуры наблюдения;
2. наличии «контрольного пакета» кредиторской задолженности в руках кредиторов, не аффилированных и не имеющих долговременных устойчивых связей с руководством целевой компании;
3. наличии налаженных контактов в местных органах власти, территориальных органах ФСФО РФ, позволяющих, заручившись поддержкой, рассчитывать в процессе голосования на голоса кредиторов четвертой очереди.

2. Этап активных мероприятий

«Фондовый» способ перехвата контроля

Схематично «фондовый» способ перехвата контроля представлен в Приложении 2. Первым шагом является выбор инструмента поглощения, осуществляемый на основе выполненного на предварительном этапе анализа структуры акционерного капитала целевой компании. Из трех основных инструментов поглощения, используемых в зарубежной практике в российских условиях представляется целесообразным ограничиться выбором из двух: тендерного предложения либо скупки акций на рынке. Борьба за представительство является наименее эффективной тактикой враждебного поглощения и может использоваться лишь в качестве дополнения к одному из двух предложенных инструментов.

Процесс выбора между тендерным предложением и скупкой акций на рынке может быть облегчен путем построения следующей таблицы.

Условие	**Тендерное предложение**	**Скупка акций на рынке**
наличие большого количества акционеров	+	-

значительный пакет акций сконцентрирован в руках менеджмента	-	+
значительный пакет акций принадлежит трудовому коллективу	+	-
несколько крупных пакетов акций сконцентрированы в руках внешних акционеров (портфельных инвесторов)	-	+
имеется возможность первоначального скрытого приобретения пакета акций	+	-

Тендерное предложение

Как следует из таблицы, оптимальной ситуацией для использования тендерного предложения является значительная распыленность акционерного капитала целевой компании с существенным удельным весом, приходящемся на трудовой коллектив, и невысокой долей, непосредственно контролируемой менеджментом предприятия.

Первым этапом в реализации тендерного предложения должно стать скрытое приобретение по возможности крупного пакета акций. В зависимости от размера аккумулированного пакета это наделяет поглотителя рядом возможностей в дальнейшей борьбе, начиная от оспаривания в судах неправомерных действий менеджмента и заканчивая возможностью созыва внеочередного собрания акционеров.

Вторым этапом должно стать формулирование условий тендера и направления предложения акционерам. Процесс конструирования тендерного предложения в российских условиях представлен ниже. Кроме того, на втором этапе происходит организация группы участников тендерного предложения, включая информационных и платежных агентов, в роли которых могут выступать профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Третьим шагом является проведение тендера и непосредственный выкуп акций у акционеров целевой компании.

Конструирование тендерного предложения в российских условиях

Конструирование тендерного предложения в российских условиях включает определение ключевых параметров сделки по приобретению контроля на основе проанализированного во второй главе зарубежной практики тендерных предложений с учетом требований российского законодательства. К ключевым параметрам относятся:

- цена выкупа акций;
- объем выкупаемого пакета;
- срок действия тендерного предложения;
- раскрытие информации о приобретателе.

Цена выкупа акций

Первым этапом в определении цены выкупа акций является установление лимитов максимальной и минимальной цены выкупа, другими словами определение возможного диапазона цен.

Максимальная цена выкупаемых акций определяется на основе проведенного анализа эффективности всей операции поглощения и представляет собой цену, при которой все экономические выгоды от планирующейся сделки (синергетический эффект и т.п.) перейдут к акционерам целевой компании. С точки зрения экономической теории максимальная цена выкупа представляет собой такую цену акций целевой компании, при которой чистая текущая стоимость (NPV) операции поглощения для акционеров приобретающей компании равна нулю.

Минимальная цена выкупа, соответственно, представляет собой цену, при которой все экономические выгоды от проводимой операции достанутся акционерам приобретающей компании. Одновременно с этим, в случае если приобретающая компания уже контролирует 30 % и более процентов акций целевой фирмы, минимально

допустимая цена выкупа оставшихся акций согласно ст.80 Закона «Об акционерных обществах» равна средневзвешенной цене приобретения акций целевой компании за последние шесть месяцев. Поскольку гарантированный контроль составляет свыше 50 %, при конструировании тендерного предложения в российских условиях представляется целесообразным сразу определить минимальную цену выкупа как средневзвешенную цену приобретения акций целевой компании за последние шесть месяцев.

После определения диапазона возможных цен конечная цена выкупа может определяться следующим образом:

- при наличии ликвидного вторичного рынка акций целевой компании – как рыночная цена плюс премия за контроль (20 - 30 % рыночной цены);
- в случае если ликвидный вторичный рынок отсутствует – на основе сравнительных оценок исходя из цен акций объектов-аналогов, балансовой стоимости акции, оценочной стоимости плюс премия за контроль (в том же размере).

Объем выкупаемого пакета

Также как и при определении цены, первым шагом в определении объема выкупаемого пакета становится установление диапазона размеров приобретаемого пакета акций.

Очевидно, что при относительно небольшой распыленности акционерного капитала в российских условиях в первом приближении размер выкупаемого пакета, обеспечивающего контроль, должен колебаться в диапазоне от 50 до 100 % акций. Однако при наличии в уставе целевой компании каких-либо защитных оговорок, иных защитных мероприятий, внедренных менеджментом, и требующих для их устранения внесение изменений в устав, размер выкупаемого пакета должен составлять не менее 75 % (ст.48 Закона «Об АО»). Кроме того, если приобретатель планирует осуществить полное слияние, то для проведения реорганизации ему также потребуется контролировать не менее 75 %.

В действительности минимальный размер выкупаемого пакета фактически установлен законодательно, поскольку в соответствии со ст.80 Закона «Об АО» лицо, приобретшее 30 и более процентов акций, обязано предложить всем остальным акционерам продать принадлежащие им акции. Другими словами, конструируя тендерное предложение, приобретатель должен предложить выкупить 100 % акций целевой компании. Однако использование «двухъярусного» тендерного предложения позволяет приобретателю, формально выполняя требования закона, разбить акционеров целевой компании на две группы, в одну из которых войдет обладатели контрольного пакета, а в другую – оставшиеся миноритарные акционеры.

Срок действия тендерного предложения

По сравнению с американской практикой, определяющей минимальный срок действия тендерного предложения в 20 дней, срок действия тендерного предложения в соответствии со ст.80 Закона «Об АО» составляет 30 дней, что на первый взгляд свидетельствует о большем времени для анализа условий тендера у российского акционера. Однако законодательство США гораздо более гибко подходит к вопросу об изменениях изначального срока действия тендерного предложения. Так в случае, если условия тендера были несущественно изменены, действие предложения продлевается на дополнительные 10 дней, а в случае поступления конкурирующего предложения – еще на 10 дней. В российском законодательстве не предусмотрены возможности каких-либо изменений установленного срока действия тендерного предложения.

Раскрытие информации о приобретателе

Как уже отмечалось во второй главе, зарубежная практика тендерных предложений требует от приобретателей всеобъемлющего раскрытия информации, касающейся финансового положения приобретателя, источников финансирования сделки и т.п. Данная информация направляется как в государственные органы, регулирующие

рынок ценных бумаг, так и менеджерам и акционерам целевой компании. В российском законодательстве вообще не предусмотрено какое-либо раскрытие информации о планируемой сделке. Статья 80 Закона «Об АО» предусматривает, что предложение о приобретении, направляемое акционерам, в обязательном порядке должно включать лишь наименование и местонахождение приобретателя, количество выкупаемых акций, цену и срок приобретения. Представляется, что в российских условиях добросовестным приобретателям, стремящимся убедить акционеров целевой компании согласиться на предложенные условия, необходимо предоставлять гораздо более обширную информацию и раскрывать сведения о:

- финансовом положении приобретателя;
- источниках финансирования сделки;
- планах приобретателя по дальнейшей судьбе поглощенного бизнеса.

Все вышеизложенное позволяет утверждать, что в российских условиях наиболее оптимальным вариантом является использование отзывного «двухъярусного» тендерного предложения, процесс конструирования которого, можно облегчить путем построения следующей таблицы.

Параметр тендерного предложения	Рекомендуемое значение параметра	Примечания
Объем предлагаемых к выкупу акций	100 %	
Условия выкупа	75 % акций – по рыночной стоимости + премия за контроль (20 – 30 %)	при отсутствии внедренных защитных мер значение может быть сокращено до 50 % + 1 акция
	25 % акций – по средневзвешенной цене приобретения за последние 6 месяцев	возможность альтернативного платежа ценными бумагами приобретателя
Возможность отзыва	в случае недобора контрольного пакета	
Срок действия	30 дней	
Информация направляемая акционерам	наименование и местонахождение приобретателя;	количество и цена приобретаемых акций опреде-

(минимально необходимая)	количество приобретаемых акций; цена и срок приобретения	ляются в предложенном выше порядке; срок приобретения акций определен законом (15 дней);
Информация направляемая акционерам (целесообразная к раскрытию)	финансовое положение приобретателя; источники финансирования сделки (собственные средства, кредиты и т.п.); планы по дальнейшей судьбе целевой компании; иные сведения, выгодно характеризующие сделанное предложение	финансовое положение приобретателя может быть раскрыто путем предоставления бухгалтерской отчетности

Скупка акций на рынке

Оптимальной ситуацией для использования скупки акций на рынке является концентрация акционерного капитала в руках небольшой группы внешних акционеров (портфельных инвесторов). Скупка акций на рынке может быть условно разбита на три основных этапа.

Первый этап включает формирование группы участников поглощения. Формирование именно *группы* участников поглощения обусловлено необходимостью скрытого проведения операции. Как уже отмечалось, организуя скупку акций с задействованием ряда структур, приобретателю удается обойти требования законодательства о заблаговременном раскрытии информации о планирующемся поглощении. Идеальным вариантом является группа поглощения, состоящая из ряда организаций-профессиональных участников рынка ценных бумаг, приобретающая акции под гарантии дальнейшего их выкупа поглотителем.

Вторым этапом является проведение предварительных переговоров с акционерами, достижение договоренностей по основным параметрам сделок и непосредственная скупка акций.

На третьем завершающем этапе происходит перемещение скупленных пакетов акций от участников операции к поглотителю либо его аффилированным структурам

и, таким образом, аккумулирование в руках поглотителя контрольного пакета целевой компании.

Итоговым результатом как тендерного предложения, так и скупки акций на рынке является инициация внеочередного собрания акционеров, на котором должна произойти смена топ-менеджмента целевой компании.

Защита от поглощения и пути ее преодоления

Применение «фондового» способа поглощения, выбор используемых инструментов поглощения и механизм их применения в значительной мере обуславливаются спецификой конкретной ситуации и, в частности, наличием защитных мер, внедренных менеджментом целевой компании.

Приведенные во второй главе работы результаты подробного анализа возможностей применения зарубежного опыта организации системы защиты от враждебного поглощения кратко сведены в представленной ниже таблице.

Стратегия защиты	**Возможности использования в российских условиях**
«отравленные пилюли»	ограничены, поскольку законом определена максимальная скидка с рыночной цены при реализации преимущественного права на покупку акций (не более 10 %)
оговорка о «разделенном совете»	невозможна, т.к. в соответствии с законом полномочия любого или всех членов совета директоров могут быть прекращены досрочно
оговорка о «сверхбольшинстве»	невозможна и одновременно нецелесообразна, поскольку минимальный размер голосов для принятия решения о реорганизации в т.ч. и путем поглощения уже закреплен в законе (75 %)
«двойная капитализация»	возможна на основе выпуска привилегированных акций с правом голоса по вопросам реорганизации общества
«золотые парашюты»	возможны, но после принятия кодекса корпоративного поведения будут считаться неэтичной деловой практикой
«гринмейл»	невозможен, за исключением ситуаций, когда выкуп одобряется подавляющим количеством акционеров
рекапитализация	возможна в зависимости от кредитоспособности целевой компании
приглашение «белого рыцаря»	возможно
реструктуризация активов	возможна

судебные тяжбы	возможны в особенности по поводу нарушения антимонопольного законодательства
защита Пэк-Мэна	возможна

Из 11 представленных стратегий защиты лишь три полностью невозможны к использованию в российской практике, эффективному применению остальных восьми стратегий может помешать лишь недостаточная квалифицированность менеджмента объекта поглощения.

Большинство из внедренных защитных мероприятий могут быть преодолены путем внесения соответствующих изменений в устав целевой компании. Как показывает практика, реальную опасность для приобретателя представляет рекапитализация либо реструктуризация активов.

Рекапитализация активов, включающая существенное увеличение долгового бремени целевой компании, может приводить к тому, что приобретатель, перехватив контроль над целевой компанией, получает в дополнение к ее активам крупный долг, ведущий в перспективе к банкротству и переходу предприятия под контроль кредиторов. Реструктуризация активов заключается, как правило, в выводе наиболее ценных активов объекта поглощения путем создания дочерних предприятий и последующем размывании доли материнской компании в уставном капитале. Исходная предпосылка для такого рода действий менеджмента – неактивность акционеров целевой компании в вопросах контроля действий управляющих.

Практика корпоративной борьбы показывает, что своевременное реагирование акционеров на подобные защитные мероприятия (подача исковых заявлений, ходатайств об обеспечении иска и т.п.) гораздо более эффективно, нежели оспаривание такого рода действий уже по завершении процесса перехвата контроля. С учетом этого приобретателю, прогнозирующему подобные методы защиты, следует:

1) заблаговременно позиционироваться в качестве акционера целевой компании со сколь угодно малым количеством акций (важен сам факт их наличия, обуславливающий возможность обращения в суд);

2) организовать сопротивление со стороны прочих акционеров целевой компании и по возможности запустить механизм борьбы за представительство. Именно в данном контексте борьба за представительство может являться крайне эффективным дополнением основного инструмента поглощения.

«Банкротный» способ перехвата контроля

Как известно, любая стратегия формируется в большей степени исходя из конкретной обстановки, другими словами, стратегия определяется ситуацией. Тем не менее, не претендуя на полный охват всех нюансов, можно определить общую стратегию действий, используемую при «банкротном» способе перехвата контроля и модифицируемую с учетом конкретных обстоятельств.

Схематично «банкротный» способ перехвата контроля изображен в Приложении 3 и может быть разбит на две стадии:

1. введение наблюдения и подготовка к дальнейшей процедуре банкротства;
2. непосредственное перераспределение контроля над активами объекта поглощения в ходе внешнего управления либо конкурсного производства.

Первая стадия «банкротного» способа перехвата контроля должна включать ряд следующих мероприятий:

- ✓ предварительная скупка долга целевой компании
- ✓ подача заявления о признании банкротом в арбитражный суд;
- ✓ введение наблюдения и назначение временного управляющего;
- ✓ отстранение руководителя объекта поглощения от должности;
- ✓ формирование реестра кредиторов для участия в первом собрании;
- ✓ проведение первого собрания кредиторов и выбор дальнейшей процедуры банкротства;
- ✓ утверждение выбранной процедуры банкротства в арбитражном суде.

Конечными целями первой стадии выступают:

1) постановка временного управляющего, дружественного поглотителю;
2) детальный анализ объекта поглощения;

3) достижение контроля над собранием кредиторов;
4) продвижение дружественной кандидатуры внешнего либо конкурсного управляющего.

Предварительным и, в большинстве случаев, абсолютно необходимым условием эффективного проведения первой стадии является скупка долгов объекта поглощения. В первую очередь, это позволяет поглотителю позиционироваться в качестве кредитора, т.е. получить право на инициирование процедуры банкротства и предложение кандидатуры временного управляющего. Объем приобретаемого долга зависит от конкретных обстоятельств, однако с учетом проведенного предварительного анализа в любом случае должен гарантировать невозможность для целевой компании погасить этот долг до введения наблюдения. Оптимальным периодом для приобретения основной части задолженности целевой компании является промежуток времени с момента подачи заявления о признании банкротом в арбитражный суд и до введения наблюдения. Как показывает практика, информация о начале процедуры банкротства становится общеизвестной уже по истечении нескольких дней с момента принятия заявления о признании банкротом к производству. Естественно, что в условиях возможного банкротства кредиторы предприятия становятся гораздо более склонны к переговорам о продаже принадлежащей им кредиторской задолженности целевой компании. На практике поглотитель получает 1 – 1,5 месяца для того, чтобы довести объем контролируемой кредиторской задолженности до 40 – 60 %.

Одновременно с подачей заявления о признании банкротом целесообразно также заявить ходатайство о принятии мер по обеспечению требований кредиторов и, в частности, запретить целевой компании совершать крупные сделки. В противном случае менеджмент предприятия может использовать этот же временной период для выведения активов предприятия в подконтрольные структуры.

Обеспечив введение наблюдения и постановку «своей» кандидатуры временного управляющего, поглотитель получает возможность полностью ознакомиться с деятельностью целевой компании. Как уже отмечалось, временный управляющий вправе требовать от руководства предоставления любой информации о предприятии. На этом

этапе в максимально сжатые сроки необходимо провести комплексный анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия и на его основе скорректировать дальнейшую стратегию действий.

Однако, ключевым моментом наблюдения является формирование реестра кредиторов целевой компании, исходя из которого и определяется состав участников первого собрания кредиторов и расстановка сил на нем. Как показывает практика, одним из первых шагов к достижению контроля над собранием кредиторов является отстранение руководителя целевой компании от должности и возложение обязанностей руководителя на временного управляющего. Таким образом, обеспечивается:

1) положительное рассмотрение требований самого поглотителя и кредиторов, аффилированных с ним, и включение их в реестр кредиторов;
2) «отсев» по формальным основаниям требований кредиторов, связанных с руководством должника;
3) блокирование возможных попыток создания «фиктивной» кредиторской задолженности руководством предприятия.

Отстранение руководителя должника от должности возможно на любом формальном основании. Как правило, таким основанием выступает несвоевременное предоставление руководством каких-либо сведений временному управляющему, либо необоснованное признание требований каких-либо кредиторов.

При условии формирования реестра кредиторов, в котором поглотитель либо непосредственно, либо через аффилированные структуры контролирует более 50 % кредиторской задолженности, проведение первого собрания кредиторов, утверждение дальнейшей процедуры банкротства в арбитражном суде и постановка «своей» кандидатуры внешнего или конкурсного управляющего становится не более чем формальностью.

В зависимости от выбранной процедуры банкротства непосредственное перераспределение контроля над активами должника может происходить в рамках внешнего управления либо конкурсного производства.

Внешнее управление

Процесс перераспределения активов целевой компании в рамках внешнего управления схематично представлен в Приложении 4.

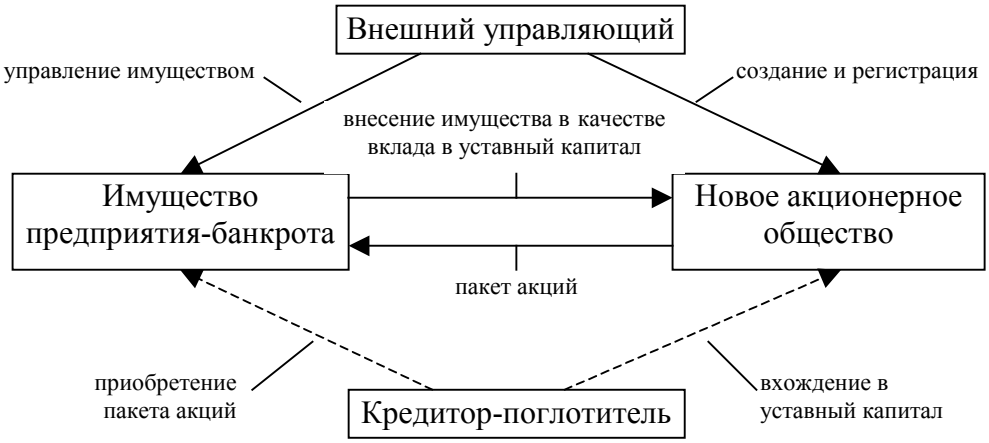
Первым этапом перераспределения контроля является разработка плана внешнего управления, обязательность которого предусмотрена ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)». В плане внешнего управления в качестве главной меры восстановления платежеспособности предусматривается проведение реструктуризации имущественного комплекса целевой компании. Реструктуризация имущественного комплекса должна включать выделение основного бизнеса целевой компании и продажу прочих непрофильных активов. Основным бизнесом в нашей ситуации являются активы, наиболее ценные для поглотителя, т.е. именно те активы, ради которых и затевается процесс поглощения.

После выделения основного бизнеса целевой компании непосредственный переход контроля над ним к поглотителю может быть осуществлен двумя путями:

1) созданием на базе основного бизнеса целевой компании нового акционерного общества с закреплением пакета акций этого общества в собственности целевой компании;
2) прямой продажей основного бизнеса поглотителю.

Первый путь перераспределения контроля над целевой компанией является наиболее эффективным, поскольку позволяет в значительной мере снизить риски, связанные с дальнейшим судебным оспариванием проводимой операции. Схематично он может быть представлен следующим образом.

Схема № 8. Перераспределение контроля над активами целевой компании во внешнем управлении (первый вариант).



Данная стратегия включает ряд основных этапов, в т.ч.:

1) определение состава активов целевой компании, подлежащих внесению в уставный капитал нового акционерного общества;
2) создание и регистрация нового акционерного общества, формирование уставного капитала активами целевой компании;
3) продажа пакета акций нового акционерного общества структурам поглотителя либо вхождение поглотителя в уставный капитал нового акционерного общества с приобретением контрольного пакета его акций.

Как следует из приведенной схемы, приобретатель также может выбирать момент аккумулирования контрольного пакета акций нового акционерного общества. В случае, если поглотитель имеет какие-либо активы, которые могут эффективно дополнить основной бизнес целевой компании в собственности предприятия-банкрота сохраняется неконтрольный пакет акций. Контроль в новом акционерном обществе закрепляется за поглотителем одновременно с его образованием. В противном случае, контрольный пакет нового акционерного общества закрепляется за целевой компанией. В дальнейшем он реализуется путем прямой купли-продажи либо самому поглотителю, либо аффилированным с ним структурам. Необходимость проведения откры-

тых торгов снимается путем принятия соответствующих решений на собрании кредиторов.

Необходимо отметить, что стратегия действий приобретателя на третьем этапе в значительной мере определяется особенностями конкретной ситуации. Так, вместо прямой покупки акций нового акционерного общества, закрепленных за целевой компанией, может быть заключено мировое соглашение, предусматривающее обмен требований кредиторов на акции нового акционерного общества. Данная стратегия сопряжена с наименьшими затратами для приобретателя, однако для ее реализации он не только должен контролировать собрание кредиторов, но и иметь непосредственное влияние на кредиторов, обеспеченных залогом (кредиторы третьей очереди), если таковые имеются. Необходимость контролирования кредиторов третьей очереди обусловлена ст.120 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», в соответствии с которой мировое соглашение заключается большинством голосов от общего числа кредиторов и при единогласном одобрении кредиторов, обеспеченных залогом.

Второй путь перехвата контроля – прямая продажа основного бизнеса целевой компании – имеет гораздо больше минусов и может быть рекомендован к использованию в крайне редких ситуациях. Помимо существенного повышения издержек на проведение поглощения, прямая продажа предприятия влечет и значительные риски для поглотителя, связанные с недоработанностью ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» в том, что касается правовой судьбы обязательств предприятия при его продаже. Статья 86 ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» устанавливает, что при продаже предприятия, денежные обязательства и обязательные платежи должника на дату принятия арбитражным судом заявления о признании должника банкротом не включаются в состав предприятия. Однако, на практике нередки ситуации при которых предприятие обрастает значительными долгами уже в ходе процедуры банкротства. С учетом этого, поглотитель может столкнуться с тем, что одновременно с активами целевой компании, на которые он рассчитывал, он получит и значительные долги, которые в его планы не входили вовсе. С учетом этого, в подавляющем большинстве случаев перераспределение контроля над активами целевой компании целесооб-

разно осуществлять путем создания нового акционерного общества и аккумулирования его контрольного пакета.

После накопления средств за счет реализации имущественного комплекса целевой компании внешний управляющий направляет их на расчеты с кредиторами. Таким образом, реальными затратами для поглотителя являются затраты на проведение скупки долгов и доля распределяемой суммы, приходящейся на остальных кредиторов предприятия. С учетом этого, планируя поглощение с использованием «банкротного» способа, поглотитель может приблизительно оценить его эффективность с использованием следующей формулы:

$$E = PV – (\alpha D\beta + S/D(1-\alpha)D) = PV – (\alpha D\beta + S(1-\alpha)),$$

где E – эффективность поглощения;

PV - оценочная стоимость бизнеса целевой компании;

D - общий объем долга целевой компании;

α - процент долга приходящегося на поглотителя;

S - сумма к выплате между кредиторами;

β - коэффициент скупки долгов.

Для большей наглядности разберем практическую ситуацию.

Предположим бизнес целевой компании оценивается в 1 млн. руб. Общий объем долга целевой компании составляет 900 тыс.руб. Поглотитель планирует скупить 70 % кредиторской задолженности со скидкой в 60 % от номинала. В ходе внешнего управления от реализации имущественного комплекса планируется получить и направить на расчеты с кредиторами 700 тыс.руб. Эффективность данной операции рассчитаем по вышеприведенной формуле. Итак:

PV – 1 млн.руб.;

D – 900 тыс.руб.;

α - 0,7;

β - 0,6;

S – 700 тыс.руб.

Следовательно,

E = 1 000 000 – (0,7×900 000×0,6 + 700 000×(1- 0,7))= 412 000 руб.

Отсюда, поглотитель получает положительный эффект от операции в 412 000 руб., или, что одно и то же, тратит 588 тыс. руб. на приобретение бизнеса стоимостью в 1 млн.руб. При условии синергетического эффекта от поглощения реальные экономические выгоды для поглотителя возрастают еще больше.

Конкурсное производство

Процесс перераспределения контроля над активами целевой компании в ходе конкурсного производства гораздо менее разнообразен. При конкурсном производстве, фактически, возможен лишь один путь перераспределения активов: прямая их продажа структурам, контролируемым поглотителем. Как и в случае внешнего управления вместо продажи бизнеса должника в целом, целесообразней прибегнуть к его реализации по частям. Необходимость проведения открытых торгов снимается путем принятия соответствующих решений на собрании кредиторов. Экономическая эффективность поглощения в конкурсном производстве может быть рассчитана по вышеприведенной формуле.

Перспективы развития механизма поглощений в России

В представленной выше методике предложено рассматривать банкротство как один из наиболее эффективных способов проведения враждебного поглощения в российских условиях. С точки зрения эффективности операции поглощения это действительно так.

Однако, прогнозируя дальнейшее развитие механизма поглощений в России и оценивая перспективы использования различного рода инструментов корпоративной борьбы, нельзя забывать о главном: использование банкротства в целях захвата кон-

троля не может быть признано нормальной экономической ситуацией, характерной для страны с цивилизованной рыночной экономикой. Вне зависимости от причин, объективно подталкивающих приобретателя к использованию банкротства как инструмента враждебного поглощения в российских условиях, необходимо подчеркнуть главное: банкротство, по своей сути, является совершенно обособленным экономическим явлением и, как показывает опыт развитых стран, имеет мало общего с борьбой за контроль над собственностью. Банкротство – это механизм, изначально ориентированный на своего рода санацию экономики, ликвидацию абсолютно нежизнеспособных предприятий и оздоровление предприятий, имеющих потенциальную возможность успешно функционировать в условиях рынка. В процессе банкротства может происходить и, зачастую, происходит перемещение активов от акционеров к кредиторам, но ни в одной экономически развитой стране банкротство не используется исключительно для перехвата контроля над активами.

Кроме того, подавляющее большинство российских предприятий имеет значительную кредиторскую задолженность, однако далеко не все из них управляются действительно неэффективно. Деятельность любого экономического субъекта зависит от большого количества факторов как внутренней, так и внешней среды. Если внутренняя среда организации находится под прямым контролем менеджмента и ее нестабильность, в первую очередь, может объясняться некомпетентным руководством, то возможности влияния менеджмента на внешнюю среду весьма ограничены. Общая нестабильность макроэкономической ситуации в России, периодические кризисы банковской системы, рынка ценных бумаг и т.п., безусловно влияют как на развитие экономики в целом, так и на развитие отдельных бизнес-единиц. Инициирование банкротства, таким образом, может не только облегчать процесс перемещения активов в более эффективное использование, но и наоборот способствовать переходу контроля к далеко не эффективным собственникам, единственная цель которых состоит в ликвидации предприятия, распродаже его активов и зарабатывании прибыли, более чем значительной по сравнению с издержками на проведение процедуры банкротства

Специфика рынка корпоративного контроля в России, приемов и методов борьбы, используемых во враждебных поглощениях, обуславливается не только структурой акционерного капитала российских предприятий, нарушением прав акционеров и т.п. Проблема заключается в том, что в России только начинает нарождаться культура управления акционерным капиталом, характерная для экономически развитых стран. Весь огромный зарубежный опыт развития корпоративной формы собственности, проблемы разграничения владения и контроля в акционерных обществах, специфика корпоративного контроля – все это абсолютно новые понятия для большинства российских менеджеров и акционеров. Отсутствие соответствующих знаний и опыта во многом обуславливает отнюдь не цивилизованные формы борьбы за контроль на российских предприятиях.

Проблема недостатка соответствующих знаний могла бы решаться путем привлечения сторонних консультантов, в том числе участников рынка ценных бумаг, уже обладающих необходимым опытом и умеющих применить зарубежную практику борьбы за контроль в российской действительности. Однако практика привлечения консультантов показывает, что участники борьбы за контроль обращаются за квалифицированной помощью практически в последний момент, и консультанты, работая в условиях жесточайшего цейтнота, не имеют возможности выстраивать классические схемы защиты, используемые в зарубежной практике, и прибегают к использованию «прорех» в действующем законодательстве, как например с уже описанным выше примером со счетной комиссией. Нет нужды говорить о том, что эффективность пожарных мер далеко не тождественна эффективности заранее спланированной и грамотно организованной системы обороны с использованием подходов, базирующихся на огромном зарубежном опыте.

В значительной мере формированию культуры корпоративного управления и борьбы за корпоративный контроль должен способствовать и кодекс корпоративного поведения, работа над которым активно ведется в настоящий момент. В развитых зарубежных странах проблемы корпоративного управления во многом решаются именно с помощью такого рода кодексов, являющих собой свод негласных правил корпо-

ративного поведения участников рынка. Несмотря на рекомендательный характер таких кодексов существующие механизмы контроля и, в частности, надзор за соблюдением положений кодекса со стороны государственных органов и немедленное раскрытие информации об отклонениях от добросовестной деловой практики со стороны отдельных компания, заставляют менеджмент придерживаться общепринятых правил корпоративного поведения.

Проблемы формирования цивилизованного рынка корпоративного контроля и нарождения культуры управления акционерным капиталом также напрямую связаны с несовершенством российского законодательства. Причем по оценкам специалистов российское корпоративное право создает даже большую защиту для акционеров чем американское. Однако в США нарушениям прав акционеров, зачастую имеющих место в процессе борьбы за корпоративный контроль, препятствует вся законодательная среда в целом, а не отдельные документы. А американская правовая система ориентируется на выполнение не буквы, а духа закона, на определении принципа справедливости сделок. Так, по американскому праву, покупка компании стоимостью в миллиард долларов всего за миллион (типичное российское нарушение интересов акционеров) может трактоваться как «очень несправедливая сделка» и на этом основании легко будет расторгнута судом.[1]

В долгосрочной перспективе, безусловно, все вышеуказанные проблемы будут постепенно решаться и российский рынок корпоративного контроля начнет все более соответствовать западным стандартам. Развивающаяся система бизнес образования, адаптированные программы подготовки квалифицированных управленцев, восполнение недостатка экономической литературы, посвященной проблеме корпоративного контроля – все это приведет к формированию в России рынка корпоративного управления и контроля в том виде в каком он существует в развитых зарубежных странах. Несомненно, свое место на этом рынке займут и профессиональные участники рынка ценных бумаг, оказывающие консультационные услуги по вопросам слияний и поглощений. Тем не менее, в среднесрочной перспективе (2-3 года) процесс перерас-

пределения собственности, очевидно, в большей степени будет характеризоваться активным использованием банкротств.

Фундаментальная причина, обусловливающая использование именно банкротств в целях перехвата контроля – структура акционерного капитала российских предприятий. Как уже отмечалось выше, большая часть российских предприятий в результате приватизации осталась под контролем бывшего руководства. Наивно предполагать, что менеджмент, освоивший за годы реформ огромное количество различных способов увода прибыли (через подконтрольные оффшорные структуры и т.п.) согласиться с приходом новых собственников, преследующих целью не личные выгоды, но повышение эффективности бизнеса, что на практике, в первую очередь, означает необходимость смены именно управляющей команды. Все разнообразие описанных выше методов поглощений, базирующееся на накопленном зарубежном опыте, оказывается абсолютно бесполезно в условиях, когда контрольный пакет акций принадлежит менеджменту предприятия. Поэтому единственной реальной возможностью смены контроля остается процедура банкротства. В условиях существующей неэффективности управления на большинстве российских предприятий и отсутствии возможности смены менеджмента путем перераспределения контроля внутри акционерного капитала, банкротства представляются не только единственной возможностью смены контроля, но и объективной необходимостью. Данный процесс, безусловно, должен протекать в гораздо более жестких законодательных рамках. Действующее законодательство требует серьезной переработки, поскольку, как показывает практика, банкротство далеко не всегда влечет приход действительно эффективных собственников. Недоработанность законодательных правил игры привела к тому, что начали создаваться и активно действовать целые группы, специализирующиеся на намеренном банкротстве предприятий с целью вывода или распродажи активов. Параллельно с доработкой нормативной базы, регулирующей банкротство, несомненно должны вноситься изменения и в российское корпоративное право, направленные на обеспечение защиты интересов акционеров. Как уже отмечалось, даже в

---

[1] Волков А., Сиваков Д. Технология абсолютной власти.//Эксперт,1999,№23,стр.31

условиях перехода контрольного пакета акций от одной группы акционеров к другой, менеджмент находит возможности, пользуясь несовершенством законодательства, сохранять фактический контроль над бизнесом и препятствовать реализации законных интересов акционеров, действуя исключительно в целях максимизации собственного благосостояния. Необходимо отметить, что государственные органы действительно озабочены проблемой несовершенства законодательной базы. В настоящий момент ведется работа над изменениями как в российский закон «Об акционерных обществах», так и в закон «О несостоятельности (банкротстве)».

Подводя итог, можно отметить, что в ближайшей перспективе банкротства не только останутся, но и будут все активнее использоваться как инструмент враждебного поглощения в российских условиях. Данная тенденция носит объективный характер и представляется необходимой в условиях отсутствия иных реальных возможностей смены неэффективных собственников большинства российских предприятий. Однако в дальнейшем, по мере развития рыночных отношений, формирования культуры корпоративного управления, появления квалифицированных специалистов по проблемам корпоративного контроля, развитием и совершенствованием российского корпоративного права, российский механизм враждебных поглощений будет все больше приближаться к зарубежным стандартам, и весь огромный опыт приемов и методов борьбы за корпоративный контроль, используемых в развитых зарубежных странах, постепенно найдет свое применение и в российских условиях.

Заключение

Слияния и поглощения представляют собой одну из наиболее важных составляющих современных корпоративных финансов. Нарастающие тенденции концентрации капитала и предпочтение внешней экспансии внутреннему пути развития обуславливают важность учета слияний и поглощений в рамках стратегического планирования деятельности бизнеса. Однако существует и еще один не менее важный аспект поглощений – повышение качества управления активами и рост эффективности бизнеса за счет перехода контроля от одних собственников к другим. В развитых странах такой переход обеспечивается через механизм рынка ценных бумаг и его обособленной части – рынка корпоративного контроля.

Снижение эффективности бизнеса ведет к снижению рыночной стоимости акций компании, что, в свою очередь, влечет сокращение богатства акционеров. В распоряжении акционеров, неудовлетворенных политикой проводимой менеджментом, имеются два механизма, позволяющих в той или иной мере привести в соответствие интересы управляющих и акционеров. Механизм внутреннего контроля предполагает воздействие на управляющих с помощью ряда стимулирующих и дисциплинарных мер. Сюда могут включаться планы премиальной покупки акций, увязка вознаграждения с результатами деятельности фирмы, измеряемыми на основе ряда количественных показателей финансово-хозяйственной деятельности (балансовой прибыли, дохода на акцию и т.д.), дисциплинарное воздействие через совет директоров, в т.ч. увольнение руководящих работников. Однако, как показывают эмпирические исследования, далеко не всегда внутренний механизм контроля оказывается достаточно эффективен. В случае его неэффективности в дело вступает механизм внешнего контроля, основным инструментом которого являются враждебные поглощения. Отношение к враждебным поглощениям среди зарубежных экономистов далеко не однозначно, тем не менее эмпирические исследования показывают, что враждебные поглощения, в большинстве случаев, действительно способствуют перемещению акти-

вов в более эффективное использование, либо по крайней мере служат своеобразным толчком для менеджмента к принятию реальных мер, направленных на повышение качества управления.

Проблема неэффективного управления представляется особенно актуальной в российских условиях. Несмотря на наличие макроэкономических причин, усугубляющих кризисное состояние российских предприятий (высокий уровень налогообложения, периодические кризисы банковской системы и рынка ценных бумаг и т.п.), постепенно начинает доминировать новая точка зрения, согласно которой продолжающийся кризис в российской экономике связан, в первую очередь, с качеством управления на российских предприятиях. Приватизация не привела, как планировалось, к появлению эффективных собственников: во главе подавляющего большинства крупных российских предприятий осталось прежнее руководство, доказавшее за годы реформ свое неумение, а зачастую и нежелание проводить коренную реструктуризацию бизнеса с целью адаптации его к условиям рыночной экономики. В такой ситуации единственно возможностью преодоления кризиса на российских предприятиях становится второй передел собственности, итоговым результатом которого должно стать устранение действующего менеджмента и появления новых эффективных управленцев. В связи с этим целью настоящего исследования являлась выработка методики организации враждебных поглощений на основе анализа имеющегося зарубежного и российского опыта организации такого рода операций.

В соответствии с целями и задачами работы исследование проводилось по трем основным направлениям:

- ✓ анализ зарубежного опыта организации поглощений и возможности его применения в российских условиях;
- ✓ анализ российской специфики организации поглощений, выявление и анализ факторов, обуславливающих ее существенное отличие от зарубежной практики;

- ✓ выработка методики организации поглощений на основе анализа накопленного зарубежного и формирующегося российского опыта организации такого рода операций.

Проведенное исследование позволило сделать автору следующие выводы:

1) подавляющее большинство методов и приемов, используемых при организации поглощений в зарубежной практике, может практически без ограничений использоваться в российских условиях. Более того, ограниченность российского корпоративного права, отсутствие законодательного регулирования таких сложных экономических операций как, например, тендерное предложение (доминирующий инструмент враждебных поглощений) представляет в распоряжение приобретателя неограниченные возможности в планировании и реализации враждебных поглощений. Ограниченность норм законодательного регулирования в той же мере способствует и интересам целевой фирмы, в не меньшей степени свободной в выборе средств и методов защиты, в том числе и в использовании приемов, явно нарушающих интересы существующих акционеров («увод» активов и т.п.);

2) несмотря на практически полную доступность всего арсенала методов и приемов организации враждебных поглощений, используемых в зарубежной практике, российская специфика враждебных поглощений характеризуется собственными уникальными инструментами борьбы за корпоративный контроль, из которых доминирующим становится банкротство;

3) использование банкротства в качестве инструмента враждебных поглощений, объясняется рядом объективных причин, главной из которых является структура собственности, сложившаяся на большинстве российских предприятий по завершении массовой приватизации. В условиях, когда контрольный пакет целевой компании принадлежит менеджменту, банкротство становится фактически единственным доступным инструментом перехвата контроля. Предпочтение банкротству в значительной степени объясняется также систематическими нарушениями прав акционеров в российских условиях, приводящих зачастую к тому, что аккумулирование контроль-

ного пакета акций целевой компании не только не завершает, но, напротив, становится стартом борьбы за реальный контроль над предприятием;

4) по мере развития культуры управления акционерным капиталом, совершенствованием корпоративного права, специфика, механизм и предназначение банкротства в российских условиях будет все больше приближаться к западным стандартам. Проблемы же борьбы за корпоративный контроль будут решаться с помощью механизма фондового рынка, как это реализуется в большинстве развитых зарубежных стран. По мере такого перехода зарубежный опыт проведения враждебных поглощений и все разнообразие методов и приемов борьбы за корпоративный контроль в условиях цивилизованной рыночной экономики будут находить все более активное применение и в России. Немалую роль в формирование цивилизованной практики корпоративного управления и борьбы за корпоративный контроль должен внести и разрабатывающийся в настоящий момент кодекс корпоративного поведения;

5) тем не менее, в ближайшей перспективе (2 – 3 года) банкротства останутся одним из наиболее эффективных инструментов борьбы за корпоративный контроль в российских условиях. Это обусловлено как достаточной инерционностью в разработке законодательной базы, так и определенным периодом времени, необходимым на естественную коррекцию сложившейся практики корпоративной борьбы с учетом изменяющегося регулирования.

Предложенная по результатам исследования методика в определенной степени позволяет при планировании и организации враждебных поглощений в российских условиях совместить накопленный зарубежный опыт и российскую специфику проведения такого рода операций.

Список литературы

Нормативные акты:

1. Гражданский кодекс РФ (часть первая) от 21.10.94 № 51-ФЗ;
2. Закон РФ "О несостоятельности (банкротстве) предприятий" от 19.11.92 № 3929-1
3. Закон РФ «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» от 22.03.91 № 948-1;
4. Федеральный закон "О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций" от 18.09.98 № 40-ФЗ;
5. Федеральный закон "О несостоятельности (банкротстве)" от 10.12.97 № 6-ФЗ;
6. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.99 № 46-ФЗ;
7. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 24.11.95 № 208-ФЗ;
8. Указ Президента РФ «О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера» от 18.08.96 № 1210;
9. Положение о порядке представления антимонопольным органам ходатайств и уведомлений в соответствии с требованиями статей 17 и 18 Закона РСФСР «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (утверждено Приказом ГКАП РФ от 13.11.95 № 145);
10. Письмо Высшего Арбитражного Суда РФ № С1-7/УП-61 от 20.01.99.

Книги:

1) Беляева И.Ю., Эскиндаров М.А. Капитал финансово-промышленных корпоративных структур: теория и практика. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1998;
2) Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов – М.: Олимп-Бизнес, 1997.

3) Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент / Перевод с англ. под ред. В.В.Ковалева – С-Пб.: Экономическая школа, 1997;
4) Васильева Н.А., Голубев В.В., Ерофеев А.Н. и др. Арбитражное управление: теория и практика наблюдения / Под общей ред. Голубева В.В.. – М.: Статут, 2000;
5) Голубков Д.Ю. Особенности корпоративного управления в России. – М.: Альпина, 1999;
6) Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина Паблишер, 2001;
7) Мескон М., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента – М.: Дело, 1998;
8) Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000;
9) Томпсон А.А., мл., Стрикленд III А.Дж. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации. – М.: ИНФРА-М, 2000;
10) Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999;
11) Шарп У.Ф., Александр Г.Д., Бейли Д.В. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 1997;
12) Эскиндаров М.А. Развитие корпоративных отношений в современной российской экономике. – М.: Республика, 1999;

Статьи в периодической литературе:

13) Антонов В., Колосов А. Глобализация мирового рынка пищевой продукции. // «Рынок ценных бумаг», 2000, № 6, стр.13-17;
14) Ануфриев А., Краснова В. Шаги Бендукидзе. // «Эксперт», 1998, № 10, стр.24;
15) Бажаев М. В отрасли неприкасаемых нет. // «Эксперт», 2000, № 13, стр.24-25.
16) Бакеев А., Павлов В. Пять лет одиночества. // «Эксперт», 1999, № 14, стр.16-17;

17) Бубнов И. Что ожидает российские банки на тернистой тропе слияний и поглощений ? // «Вестник Ассоциации российских банков», 1997, № 29, стр.16-22;

18) Волков А., Сиваков Д. Технология абсолютной власти. // «Эксперт», 1999, № 23, стр.31;

19) Докучаев Д. Россия вступает в эпоху цивилизованных банкротств. // «Известия, 27.02.98;

20) Дранкина Е. Русский конкистадор. // «Эксперт», 2000, № 42, стр.38-39;

21) Зауральский С. Охота на голодных. // Компания, 1998, № 12, стр.27-31.

22) Иванов Ю. Слияние, преобразование и деление предприятий. // «Консультант директора», 2000, № 9, стр.26-35;

23) Кириченко Н., Ивантер А. Российские банки: рождение империй. // «Эксперт», 1998, № 11, стр.23-25;

24) Кобяков А. Krupp и Thyssen сэкономили миллиард марок. // «Эксперт», 1997, № 43, стр.12;

25) Кобяков А. Борьба за господство в воздухе. // «Эксперт», 1998, № 13, стр.24-26;

26) Кобяков А. Новый инвестиционный банк мирового значения. // «Эксперт», 1997, № 37, стр.25;

27) Кобяков А. Самая-самая крупная в мире. // «Эксперт», 1997, № 45, стр.18;

28) Кобяков А. Слияния и поглощения – любимая забава крупного капитала. // «Эксперт», 1997, № 2, стр.81-84;

29) Кондратьев А. Британская связь распродается. // «Финансовые известия», 1999, № 49, стр.Б2;

30) Коннова Е., Бутрин Д. ЛМЗ вышел из банкротства. // «Коммерсант», 2001, № 141, стр.3;

31) Леонов Р. Враждебные поглощения в России: опыт, техника проведения и отличие от международной практики. // «Рынок ценных бумаг, 2000, № 24, стр.35-39;

32) Меньшиков С. Что стоит за волной слияний ? // Проблемы теории и практики управления, 1998, № 6, стр.24-28;

33) Мистулов Г. От электронной торговли к электронной экономике. // «Эксперт», 1999, № 38, стр.35-37;

34) Псарева Н. Варианты реорганизации АО: разделение и выделение. // «Российский экономический журнал», 1997, № 10, стр.20-28;

35) Радыгин И. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России. // «Вопросы экономики», 1999, № 8, стр.83-97;

36) Свистунов С. «Меррилл Линч» штурмует цитадель фондового рынка Японии. // «Финансовые известия», № 11, от 19.02.98, стр.А1;

37) Селиванова В. Восточноевропейский бизнес консолидируется. // «Эксперт», 1999, № 24, стр.17;

38) Сиваков Д. Высокий передел. // «Эксперт», 1999, № 5, стр.26-29;

39) Сиваков Д. Ответный удар. // «Эксперт», № 12, 1998, стр.21-22;

40) Старожилов А. В краю несостоятельности. // Эксперт, 1998, № 41, стр.28-30;

41) Хазбиев А. Налет на Самару. // «Эксперт», 1998, № 13, стр.23-24;

42) Хазбиев А. Пейджинговая концентрация. // «Эксперт», 1998, № 4, стр.24;

43) Хазбиев А. Пивной блицкриг. // «Эксперт», 1998, №2, стр.19-23;

44) Хлюстиков Р. Отечественному кондитерскому рынку затоваривание пока не грозит. // «Финансовые известия», № 24, от 01.04.98, стр.А2;

45) Черницкий О. Крупные акционеры «КомиТэка» привилегий не получат. // «Ведомости», 1999, № 12, стр.4;

46) Черняев И. Еще одна приморская история. // «Эксперт», 1999, № 16, стр.18-21;

Литература на английском языке:

1) Barclay M.J., Holderness C.G., “ Negotiated Block Trades and Corporate Control”, Journal of Finance, № 46, p.p.94-103;

2) Brickley J.A., Lease R.C.,.Smith C.W, “Ownership Structure and Voting on Anti-takeover Amendments,” Journal of Financial Economics, 1988, № 20, p.p.228-235;
3) Chevalier J., “Effects of Mergers in Supermarkets Chains”, Journal of Financial Economics, 1987, № 2, p.p.226-234;
4) DeAngelo H., DeAngelo L., “The Role of Proxy Contests in the Governance of Publicly-Held Corporations”, Journal of Financial Economics, 1988, № 15, p.p.231-237;
5) Dodd P., Warner J.B., “On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests”, Journal of Financial Economics, 1983, № 18, p.p.34-39;
6) Eckbo B.E., “Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth”, Journal of Financial Economics, 1983, № 11, p.p.243-248;
7) Fama E.F., “Agency Problems and the Theory of the Firm”, Journal of Political Economy, 1988, 04.80, p.p.160-174;
8) Gauphan P.A., “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings”, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1999
9) Holderness C.G., Sheehan D.P., “Raiders or Saviors? The Evidence of Six Controversial Raiders”, Journal of Finance and Economics, № 4, 1985, p.p.238-243;
10) Holderness C.G., Sheehan D.P., “The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Explanatory Analysis”, Journal of Financial Economics, 1988, № 10, p.p.194-201;
11) Ingersoll B., “Campeau’s Purchase of 48% of Allied Was Illegal, SEC Will Argue in Court”, Wall Street Journal, 10.86, p.p.24-28
12) Jensen M.C., Meckling W.H., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, 1976, p.p.198-213;
13) Kim E.H., V.Singal, «Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry”, American Economic Review, 1993, № 3, p.p.56-64;
14) Kleinman R., “The Shareholder Gains from Leveraged Cash Outs: Some Preliminary Evidence”, Journal of Corporate Finance, № 1, 1988, p.p.45-54;
15) Lambert R.A., Larker D.F., “Golden Parachutes, Executive Decision Making and Shareholder Wealth”, Journal of Accounting Economics, 1985, № 7, p.p.78-86;

16) Lease R.C., McConnell J.J., Mikkelson W.E., “The Market Value of Control in Publicly Held Corporations”, Journal of Financial Economics, 1983, № 14, p.p.104-115;

17) Machlin J., Choe H., Miles J., «The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity”, Journal of Law and Economics, 1993, № 2, p.p.121-125;

18) Malatesta P.H., Walkling R.A., “Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, 1988, № 20, p.p.43-51;

19) Mergestat Review, 1998 - 1999

20) Morck R., Shleifer A., Vishny R.W., “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, Journal of Financial Economics, 1988, № 4, p.p.123-128;

21) Palepu K., «Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis», Journal of Accounting and Economics», 1986, № 5, p.p.69-75;

22) Parker M., “Companies Not Ringed With Defensive Armor”, Pensions and Investments, 1990, № 20, p.p.106-113;

23) Roll R., “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, Journal of Business, 1986, № 2, p.p.23-29;

24) Smiley R., «Tender Offers, Transactions Costs and the Theory of the Firm”, Review of Economics and Statistics, 1976, № 58, p.p.89-100;

25) Stilman R.S., “Examining Antitrust Policy Towards Mergers”, Journal of Financial Economics, 1983, № 11, p.p.64-72;

26) Weston J.F., Chung K.S., Hoag S.E., “Mergers, Restructuring, and Corporate Control”, Prentice-Hall, Inc., New York, 1990

27) Weston W.J., “Domestic Concentration and International Markets”, New York: KCG Productions,Inc., 1982.

ПРИЛОЖЕНИЯ