

Правовые механизмы защиты от недружественных поглощений

Т.Н. Минеева

4 курс факультета менеджмента

Научный руководитель:

к.ю.н. О.С. Ерахтина

Аннотация

Для защиты от враждебных поглощений в международной практике разработано множество тактик, направленных на то, чтобы «отбить атаку рейдера». Однако у российских компаний нет опыта применения подобных мер. Более того, в связи с ограничениями, установленными законодательством, зачастую не все эффективные механизмы доступны на практике. Как следствие, при разработке устава собственники и менеджеры не уделяют особого внимания положениям, препятствующим недружественным поглощениям, и непосредственно при попытке захвата зачастую не в состоянии применить наиболее эффективную меру.

Ключевые слова: недружественные поглощения, права акционеров, превентивные меры защиты, экстренные тактики.

Недружественные поглощения в настоящее время являются весьма актуальной проблемой российской экономики. Однако российский опыт показывает, что немногие компании имеют представление о том, какими методами необходимо воспользоваться для защиты. Кроме того, необходимо акцентировать внимание на объекте защиты от недружественных поглощений. Как утверждает Эрик Розенгрэн, президент Федерального Резервного Банка Бостона, в своей статье “State restrictions of hostile takeovers”, если основной целью является защита именно прав акционеров, а не функционирование предприятия, то в данном случае неуместно говорить о негативном влиянии, поскольку в случае с недружественными поглощениями акционеры получают гораздо более высокую плату, нежели в случае с дружественными [Rosengren, 1988].

Цель данной статьи – исследовать применяемые в международной практике меры защиты от недружественных поглощений и оценить возможность их применения российскими компаниями.

Для достижения поставленной цели были выделены следующие задачи:

- изучить общие меры защиты, предусмотренные российским законодательством;
- рассмотреть меры защиты, применяемые в случае недружественного поглощения в международной и российской практике;
- оценить доступность для российских компаний мер защиты, применяемых в международной практике.

В отличие от России европейское сообщество более тщательно подходит к вопросу регулирования поглощений. Как следствие, была разработана и имплементирована Директива 2004/25/ЕС Европейского парламента и Совета от 21 апреля 2004 г. относительно предложений о поглощении (Директива о предложениях о покупке, Директива о поглощениях). Однако, как отмечают авторы Люк Реннебург, Марина Мартынова и Марк Гоерген, проводившие исследование, направленное на изучение влияния внедрения единого регулирования поглощений на корпоративное законодательство стран Европы (результаты представлены в статье «Corporate governance convergence: evidence from takeover regulation reforms in Europe»), попытки внедрения данного регулирования были встречены сильным сопротивлением. Причина заключалась в том, что, по мнению отдельных законодателей, это могло нанести вред системам корпоративного управления в конкретно взятой стране, а поскольку особенности корпоративного законодательства не были учтены, наблюдалось столкновение интересов. Таким образом, необходимо было также внедрить единое корпоративное законодательство на территории Европейского Союза. На данный момент решение не приведено в действие, но по отдельности страны уже предпринимают попытки соотношения корпоративного законодательства и законодательства о регулировании поглощений [Goergen et al., 2005]. Директива стала некой отправной точкой и в то же время базой, содержащей основные положения, касающиеся регулирования поглощений. Что же касается возможности применения данного документа в российских условиях, то опять же главным препятствием является законодательство, значительно отличающееся от европейского.

Общие меры защиты, предусмотренные законодательством РФ

В России данное явление только косвенно регламентируется, отдельных документов, содержащих положения о слияниях и поглощениях, не существует. Тем не менее в законе «Об акционерных обществах» (1995) имеются положения, касающиеся покупки акций, а также прав и обязанностей акционеров, владеющих определенным процентом акций. Эти положения дают минимальные гарантии, которых явно недостаточно для того, чтобы обеспечить эффективную защиту. В обозначенном выше законе есть ряд статей, напрямую направленных на защиту акционерных обществ от враждебных поглощений, в частности ст. 84, определяющая осуществление порядка приобретения одним лицом или совместно с аффилированными лицами более 30, 50 и 75% акций акционерного общества. Суть этих статей в том, что любое приобретение акций акционерного общества одним лицом или группой аффилированных лиц свыше 30% голосующих акций должно сопровождаться выставлением обязательной оферты о приобретении акций у акционеров с соблюдением всех предусмотренных условий (сроков, наличия банковской гарантии и времени действия оферты) [Гормозова, Логинов: эл. ресурс]. Данное положение как минимум регламентирует процесс поглощения и устанавливает ряд обязательных требований для компании-агрессора.

Помимо этого, если поглотитель уже владеет 30%-м пакетом, цена акций не может быть ниже среднерыночной за 6 месяцев, а если акции обращаются на рынке меньше 6 месяцев, то необходимо привлечение независимого оценщика. При владении 95%-м пакетом необходимо учитывать, что цена определяется независимым оценщиком и должна быть не ниже рыночной стоимости выкупаемых акций, а также не ниже цены, по которой акции приобретались на основании добровольного или обязательного предложения об их приобретении и наибольшей цены, по которой «покупатель» или его аффилированные лица приобрели эти акции по истечении срока принятия добровольного или обязательного предложения.

Дополнительно п. 6 ст. 84.2 ФЗ «Об АО» установлены ограничения на право голоса доли, превышающей максимально допустимую. Данная мера также в определенной степени сдерживает поглотителя.

Представляется, что к минимальным гарантиям защиты от враждебных поглощений можно отнести и преимущественное право покупки акций обществом и его акционерами, установленное ст. 7 закона «Об акционерных обществах».

Специальные меры защиты от недружественных поглощений, доступные российским компаниям

Далее рассмотрим превентивные меры, которые должны быть разработаны и включены в устав до начала поглощения. К ним может быть отнесено положение о мажоритарном большинстве (*supermajority amendment*), которое означает, что решения о поглощении должны приниматься сверхбольшинством (80–90% от общего количества голосующих акций). В отношении российских компаний этот принцип может быть реализован, если, например, в уставе компании прописать, что решение о выпуске акций или о поглощении должно приниматься сверхбольшинством.

Кроме того, в уставе может быть прописано ограничение на бизнес-комбинации. Под бизнес-комбинациями подразумеваются слияние, продажа активов и прочие сделки. Данная мера означает, что, если поглонитель приобрел без одобрения совета директоров более 10% акций компании-цели, для него может быть установлен запрет на дальнейшую скупку акций, а также запрет на любые бизнес-комбинации.

«Золотые, серебряные и оловянные парашюты» (компенсационные парашюты) представляют собой специальные соглашения с сотрудниками компании-цели о выплате им денежной компенсации при увольнении вследствие изменения контроля над компанией-целью» [Федяев, 2006]. Согласно российскому законодательству, «по решению общего собрания акционеров членам совета директоров (наблюдательного совета) общества в период исполнения ими своих обязанностей могут выплачиваться вознаграждения и (или) компенсироваться расходы, связанные с исполнением ими функций членов совета директоров (наблюдательного совета) общества. Размеры таких вознаграждений и компенсаций устанавливаются решением общего собрания акционеров» [Об акционерных обществах, 1995, ст. 64.2]. Рассмотренная защитная тактика была запланирована Газпромом и Роснефтью при размещении ценных бумаг на западных рынках.

Еще одной мерой, значительно увеличивающей стоимость компании-цели для поглотителя, можно считать так называемые отравленные пилюли, т.е. ценные бумаги (опционы), которые предоставляют право на выкуп дополнительного количества акций их владельцам при наступлении определенного события, в частности при поглощении компании. В российской практике «отравленная пилюля» разрешена законом (ст. 39.3 ФЗ об «АО»).

Российское законодательство допускает также включение в устав положения о других заинтересованных лицах. В соответствии с данным положением совет директоров, принимая решение о сделке, должен учитывать интересы иных связанных с фирмой лиц (клиентов, поставщиков, сотрудников фирмы, население региона, в котором работает компания).

Анализ практики применения защитных мер показал, что в России наиболее используемыми являются экстренные тактики, которые применяются уже после начала поглощения.

Одной из наиболее известных тактик является конкурирующее предложение, разновидностью которого выступает так называемый благородный, или белый, рыцарь. «Белые рыцари» – это дружественные приобретатели, спасающие компанию от враждебного поглощения путем приобретения контрольного пакета акций на более выгодных условиях. В России данная мера предусмотрена в законе «Об акционерных обществах». «После поступления в открытое общество добровольного или обязательного предложения любое лицо вправе направить другое добровольное предложение в отношении соответствующих ценных бумаг» [ст. 84.5].

Примером использования «белого рыцаря» может служить то, как ЗАО «БАМО-Стройматериалы» перебило атаку Сибалюминия на своего основного поставщика – ООО «Воронежский алюминиевый завод».

Еще одной тактикой, относящейся к конкурирующему предложению, является приобретение компанией-целью собственных акций, или самопоглощение. Данная мера может оказаться весьма эффективной, поскольку приводит к сокращению количества акций и уставного капитала, а также затрудняет перераспределение корпоративного контроля. Однако в России эта мера ограничена законом, который гласит, что «общество не вправе принимать решение о приобретении

обществом акций, если номинальная стоимость акций общества, находящихся в обращении, составит менее 90 процентов от уставного капитала общества» [Об акционерных обществах, 1995, ст. 72].

Следующий механизм защиты от враждебных поглощений – скупка собственных акций. «Ярким примером использования данного способа защиты служит ОАО «Сургутнефтегаз». По разным оценкам, дочерним компаниям «Сургутнефтегаза» принадлежат до 62% его собственных акций (казначейские акции). Согласно п. 3 ст. 72 федерального закона «Об акционерных обществах», акции, в случае их приобретения самим эмитентом, не дают права голоса, они не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды (американское законодательство содержит аналогичные нормы). Однако менеджмент «Сургутнефтегаза» считает, что, если акциями материнской компании владеет дочернее предприятие, вышеуказанное правило не действует. С помощью этой нехитрой схемы уже в течение многих лет менеджмент удерживает контроль над предприятием, участвуя в голосовании казначейскими акциями» [Гетьман-Павлова и др., 2008].

В международной практике широко применяется контрпоглощение (скупка акций «хищника», или «защита Пэк-Мен», *Rac-Man Defense*). Контрпоглощение означает, что компания-цель делает встречное предложение о выкупе акций агрессора. Необходимо учитывать, что в том случае, если поглотитель примет оферту, использование данной меры может привести к банкротству компании-мишени. Существует ошибочное мнение, что данная мера не доступна российским компаниям. Однако на практике был случай применения данной тактики российскими компаниями. В то время как «Газпромнефть» и «Тюменская нефтяная компания» делили активы «Славнефти», «Славнефть» выкупила незначительные пакеты акций дочерних компаний ТНК.

Компания-цель может также прибегнуть и к судебному разбирательству в целях защиты от недружественного поглощения, т.е. возбудить судебное производство против агрессора, например, за нарушение монопольного или фондового законодательства. Причем иск может служить лишь как средство выиграть время и не иметь под собой правовой основы, вследствие чего издержки поглощения значительно увеличиваются.

«Макаронная оборона» (*macaroni defense*). Компания-мишень выпускает на большую сумму облигации, которые по условию выпуска должны быть погашены досрочно по более высокой цене в случае поглощения компании. В российской практике данная мера доступна компаниям. В соответствии со ст. 33 ФЗ «Об АО» «в решении о выпуске облигаций должны быть определены форма, сроки и иные условия погашения облигаций». Таким образом, к «иным» условиям можно отнести возможность погашения при наступлении определенного события, в частности поглощения.

«Тактика “выжженной земли”» (*scorched earth*) и реализация «драгоценностей короны» (*sale of crown jewel*). Если менеджмент компании-мишени считает, что рейдера привлекают определенные активы фирмы, то руководство может попытаться продать эти «драгоценности короны». В случае продажи всех активов остается лишь «выжженная земля» [Гетьман-Палова и др., 2008]. «Также руководство может предпринять и обратные действия – приобрести новые активы, которые, как оно полагает, будут бесполезны для рейдера или вызовут проблемы с антимонопольным законодательством, но в то же время могут быть полезны (а могут и не быть!) самой “мишени”» [Битвы за корпоративный контроль: эл. ресурс]. Российское законодательство вводит пункт о том, что «формирование имущества обществ, создаваемых в результате реорганизации, осуществляется только за счет имущества реорганизуемых обществ» [Об акционерных обществах, 1995, ст. 15.3], а, следовательно, вывод активов или реорганизация компании с выделением ликвидных активов в отдельные структуры возможны в России, и в качестве примера можно привести реструктуризацию ОАО «Норильский никель» в форме трансферта активов в пользу «Норильская горная компания».

Механизмы защиты, запрещенные или ограниченные российским законодательством

Одной из самых эффективных превентивных мер, предусмотренных уставом, является положение о сегментированном (эшелонированном) совете директоров. Цель положения заключается в увеличении срока, в течение которого собственник контрольного пакета

может обеспечить себе мажоритарную позицию в совете директоров: суть заключается в делении совета директоров на классы, каждый год может переизбираться только один класс. Акционеру, сосредоточившему в своих руках значительное количество акций, придется ждать нескольких выборов в совет директоров, поэтому даже после приобретения контрольного пакета у него отсутствует возможность получить контроль над поглощенной компанией» [Астахов, 2007]. Что же касается российской практики, то эта весьма эффективная мера не доступна в связи с тем, что ст. 66 ФЗ «Об акционерных обществах» предусмотрено следующее: «Члены совета директоров (наблюдательного совета) общества избираются общим собранием акционеров в порядке, предусмотренном настоящим федеральным законом и уставом общества, на срок до следующего годового общего собрания акционеров» [в ред. фед. закона от 07.08.2001 № 120-ФЗ].

Согласно точке зрения авторов Мэри М. Бандж (University of South Carolina) и Майкла А. Маззео (Michigan State University), которая была презентована в статье "Board composition, board effectiveness, and the observed form of takeover bids", структура совета директоров имеет крайне важное значение и оказывает влияние непосредственно на характер поглощения. Авторы отмечают, что, если генеральный директор занимает пост председателя совета директоров, вероятнее всего, предложение о покупке акций акционеров будет сделано в обход официального предложения. Кроме того, учеными было выявлено, что чем больше совет директоров, тем вероятнее, что официального предложения компании не поступит; как и в предыдущем случае, будет сделано предложение непосредственно акционерам. Помимо этого, было сделано несколько выводов относительно внешних директоров: во-первых, если таких директоров большинство, доход в результате поглощения будет ниже, а если генеральный директор и председатель совета директоров – одно лицо, то доход значительно возрастает; во-вторых, если совет директоров является независимым, успех начального предложения маловероятен в связи с тем, что внешние директора имеют стимулы препятствовать поглощению с целью сохранения своих позиций в совете [Vange, Mazzeo, 2004].

Для России весьма характерно совмещение позиций в компании. На основании приведенных авторами доводов можно сделать вывод о том, что необходимо отказываться от данной практики, чтобы

обеспечить получение именно официального предложения о приобретении акций. Кроме того, необходимо отметить, что совмещение позиций, в частности акционера и генерального директора, может стать причиной оппортунизма последнего.

Далее рассмотрим тактику, относящуюся к конкурирующему предложению, а именно приобретение компанией-целью собственных акций, или самопоглощение. Данная мера может оказаться весьма эффективной, поскольку приводит к сокращению количества акций и уставного капитала, а также затрудняет перераспределение корпоративного контроля. Однако в России эта мера ограничена законом, который гласит, что «общество вправе приобретать размещенные им акции по решению общего собрания акционеров об уменьшении уставного капитала общества путем приобретения части размещенных акций в целях сокращения их общего количества, если это предусмотрено уставом общества. Общество не вправе принимать решение о приобретении обществом акций, если номинальная стоимость акций общества, находящихся в обращении, составит менее 90 процентов от уставного капитала общества» [Об акционерных обществах, 1995, ст. 72].

В заключение хотелось бы отметить, что для заблаговременного формирования защищенной корпоративной структуры прежде всего необходимо обратить внимание на устав. Как показывает практика, типовой устав не способен обеспечить достаточную безопасность компании. Таким образом, крайне важно проанализировать устав и внести в него требующиеся изменения в соответствии с законодательством и механизмами защиты, разработанными в международной практике. Если же атака поглотителя уже началась, собственники и менеджеры компании должны предпринять немедленные действия. Чем оперативнее они будут выстраивать защиту, тем больше у них останется шансов удержать контроль над компанией.

Библиографический список

- Об акционерных обществах: фед. закон / принят ГД ФС РФ 24.11.1995. – 26.12.1995. – № 208-ФЗ. (действ. ред.)
- Астахов П.А. Противодействие рейдерским захватам. – М., 2007.
- Гетьман-Павлова И.В. и др. Меры защиты от враждебных поглощений / И.В. Гетьман-Павлова, Е.В. Цыганкова, В.В. Шахова // Юрист. – 2008. – № 8. – С. 18–30.

- Федяев И. Механизмы защиты от недружественных поглощений в США // Корпоративный юрист. – 2006. – № 6. – С. 37–40.
- Тормозова Т., Логинов А. Рейдерство в России и за рубежом: сравнительный анализ [Электронный ресурс]. – URL: http://www.mirkin.ru/_docs/_statyi/reiderstvo.pdf.
- Битвы за корпоративный контроль [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.lawyers.ru/antikrizis6.html>.
- Rosengren E.S. Federal Reserve Bank of Boston State Restrictions of Hostile Takeovers // The Journal of Federalism. – Summer 1988. – № 18.
- Goergen M. et al. Corporate governance convergence: evidence from takeover regulation reforms in Europe / M. Goergen, University of Sheffield and European Corporate Governance Institute (ECGI); M. Martynova, Tilburg University; L. Renneboog, Tilburg University and ECGI // Oxford review of economic policy. – 2005. – Vol. 21, iss. 2. – P. 243–268.
- Bange M.M., Mazzeo M.A. Board composition, board effectiveness, and the observed form of takeover bids / M.M. Bange, University of South Carolina; M.A. Mazzeo, Michigan State University // The Review of Financial Studies. – 2004. – Vol. 17, № 4. – P. 1185–1215.