



Аспирант каф. экономики и предпринимательства СОГУ
З.Э. Тарханова

Рыночные инструменты защиты предприятия от рейдерских захватов

З.Э. Тарханова

На рынке корпоративного контроля совершаются операции, результатом которых является реорганизация акционерных обществ, затрагивающая интересы акционеров, отражающиеся в рыночной цене их акций. Интересы акционеров требуют, чтобы цены их акций, по крайней мере, не снижались, а точнее – увеличивались хотя бы по мере роста инфляции.

Защита акционерного общества – это меры, предпринимаемые акционерным обществом для защиты интересов его акционеров на рынке корпоративного контроля [4].

Сущность защиты сводится к тому, что покупка акционерного общества становится настолько дорогой, что ресурсов корпоративного покупателя становится недостаточно для получения необходимого ему контроля над обществом.

Защита от поглощения – это все действия, предпринимаемые советом директоров и топ-менеджментом корпорации-цели и направленные на снижение вероятности поглощения их корпорации. Речь идет именно о снижении вероятности поглощения, так как стопроцентной гарантии того, что компании удастся защититься от враждебного поглощения, не существует¹.

Защита акционерного общества может требовать существенных затрат, связанных с выкупом собственных акций, с ростом долговой нагрузки, с услугами консультантов и фирм, с судебными расходами и т.п.

Чем совершеннее защита, тем больших усилий и затрат она требует от корпоративного продавца. Однако очевидно, что расходы на защиту имеют свою разумную границу, за пределами

которой акционерам выгоднее продать свои акции корпоративному покупателю, чем нести бремя расходов по защите и терять текущие или будущие доходы.

Защитные меры могут приниматься акционерным обществом как до начала каких-либо действий на рынке корпоративного контроля, так и после известия о том, что на рынке имеется корпоративный покупатель.

Предварительные, или превентивные, меры защиты содержатся обычно в соответствующих статьях устава акционерного общества, касающихся его управления и принятия решений. Кроме того, предварительная защита может содержаться и в свойствах ценных бумаг, прежде всего акций и производных от них бумаг, выпускаемых акционерным обществом. Эти свойства обычно состоят в том, что количество обыкновенных акций может сильно возрастать при наступлении событий, связанных со слиянием или поглощением данного акционерного общества. Возрастание числа голосующих акций сильно увеличивает расходы корпоративного покупателя по сравнению с его затратами на приобретение текущего количества акций и может стать неодолимым препятствием для овладения акционерным обществом.

Меры последующей защиты используются дополнительно к мерам предварительной защиты в случае, когда предложение о слиянии или поглощении поступило в акционерное общество, но оно не желает попасть под контроль корпоративного покупателя или же надеется, что последующая защита может еще более повысить уровень выкупной цены акций.

¹ Стопроцентную гарантию, как известно, может дать только страховой полис, гарантирующий стопроцентное возмещение убытков, которые потерпели менеджеры, совет директоров и собственники компании в результате ее враждебного поглощения. Таких полисов пока еще не существует, и вряд ли они когда-либо появятся на рынке. Зато существует другой тип услуг, который впервые появился на рынках капитала в 1996 г. Речь идет о своеобразном страховом полисе, который гарантирует корпорации-цели возмещение всех ее издержек по проведению защитных действий против враждебного поглощения. Впервые такую услугу предложила на американском рынке Aop Corporation и назвала ее страховкой защиты от враждебного поглощения [hostile takeover defense insurance]. Подробнее об этом см.: Wall Street Journal. 1996, 16 May, 50

Последующая защита обычно уже не связана с изменениями статей устава, а имеет характер действий, призванных затруднить проведение слияния или поглощения, например, используя антимонопольное законодательство, или снизить свою привлекательность в глазах корпоративного покупателя путем продажи наиболее привлекательных активов или увеличения долговых обязательств.

Пассивная защита – это меры, предпринимаемые акционерным обществом исключительно с целью защиты и не влияющие на статус корпоративного покупателя. Активная защита – это меры защиты, применяя которые компания из корпоративного продавца превращается в корпоративного покупателя.

При пассивной защите компания делает все возможное для того, чтобы корпоративный покупатель не сумел бы купить необходимое ему количество голосующих акций или купил бы их по наиболее выгодной (высокой по сравнению с текущей рыночной) цене для акционеров корпоративного продавца.

При активной защите акционерное общество, находящееся в позиции корпоративного продавца, предпринимает меры в отношении своего корпоративного покупателя, которые могут быть свойственны только позиции корпоративного покупателя. Такими мерами могут быть:

- предложение о выкупе пакета своих акций у корпоративного покупателя с премией относительно текущей рыночной цены в ответ на предложение последнего выкупить акции данного акционерного общества по рыночной цене с премией;
- организация судебной тяжбы по обвинению корпоративного покупателя в нарушении антимонопольного законодательства или иных законов, связанных с функционированием рынка;
- предложение о слиянии с дружественным акционерным обществом и др.

Организационный блок включает следующие методы защиты:

- структурированную защиту,
- синхронизацию атаки,
- переговоры,
- привлечение стратегического инвестора.

Структурированную защиту можно охарактеризовать как наиболее сложную и дорогостоящую процедуру. Однако она и наиболее эффективна: не только заставляет захватчиков нести существенные затраты, но и снижает вероятность недружественного поглощения в целом. Структурированная защита включает результаты, полученные ранее при сделках, мотивация которых и преследуемые цели первоначально были иными, т.е. не были связаны с защитой от недружественных поглощений.

Следующий метод защиты в организационном блоке – синхронизация атаки, использование организационных, экономических и правовых методов синхронизации атаки на захватчика.

Метод переговоров возможен при недостижении или только частичном достижении атакующей стороной поставленных целей, при том что последующие действия по установлению контроля чрезвычайно затратны для него, снижается число возможных форм влияния на предприятие-объект и повышается уровень сопротивления предприятия-объекта или предприятие-субъект корректирует стратегию в отношении данного захвата.

Привлечение стратегического инвестора – в качестве последней попытки защититься от поглощения можно использовать вариант объединения с дружественной компанией, которую обычно называют «белым рыцарем».

«Белый рыцарь» может обуславливать свое участие определенными уступками со стороны предприятия-объекта, например согласием на продажу определенных активов приобретаемого предприятия, средства от которых могут быть направлены на финансирование долга, привлекаемого для поглощения [6].

В экономический блок матрицы включены:

- фондовая защита,
- реструктуризация активов и обязательств предприятия-объекта,
- предложение обратного выкупа акций.

Защитные меры акционерного общества на рынке корпоративного контроля – это непрерывно создаваемые им инструменты в ответ на текущую ситуацию на данном рынке. Набор этих мер, с одной стороны, уже достаточно устоялся, а с другой – постоянно совершенствуется и видоизменяется, в том числе и под влиянием регулирующего действия государства.

Множественность защитных мер объясняется индивидуальностью каждого акционерного общества, его местом на рынке, разработкой новых методов слияний и поглощений, увеличением размеров капитала, который может быть предоставлен рынком для совершения операций на рынке корпоративного контроля, появлением новых инструментов рынка капиталов и т.д.

Защитные меры, применяемые акционерным обществом, часто имеют индивидуальный характер по их видам и комбинациям. Индивидуальность защитных мер определяется не только спецификой самого корпоративного продавца, но и зависит от способов проведения операций и размеров применяемого при этом капитала со стороны корпоративного покупателя. Чем неприимчивее (или расходятся относительно уровня цены акции) интересы корпоративного покупателя и продавца, тем большие меры защиты при-

меняет одна сторона и тем большие усилия по их преодолению делает противоположная сторона.

В то же время следует отметить, что меры защиты должны быть адекватны методу нападения. Как правило, методы защиты и нападения комплексны и требуют комплексной оценки их взаимосвязи.

Современное государство не остается безучастным к процессам, которые происходят на рынке. Оно старается защищать рыночную конкуренцию и не допускать монополизации рынка, стремится защищать интересы мелких акционеров и малого бизнеса, добивается открытости и прозрачности рыночных отношений, запрещает мошенничество и т.п. На рынке корпоративного контроля государство стремится обеспечить приоритет интересов акционеров при слияниях и поглощениях, не допускает ущемления прав других участников рынка, потребителей и др.

Государство действует двумя путями. С одной стороны, оно принимает соответствующие законодательные акты, которые корпоративные продавцы могут использовать в качестве защиты. С другой стороны, в случае, когда отсутствует прямое законодательное регулирование, компания может использовать в качестве своей защиты судебную систему, если у него есть основания доказывать, что от слияния или поглощения страдают другие участники рынка или общество в целом.

Специфика российского института рейдерства определяется использованием как рыночных, так и нерыночных методов защиты от захвата, при этом для крупных предприятий используются рыночные механизмы финансового рынка (IPO, «ядовитые пилюли, конвертирование акций в облигации»), а для среднего и малого биз-

неса доминирующими методами являются нерыночные – правовые методы, административные (прозрачность структуры собственности, соответствующие ведение реестра акционеров, надлежащее правовое оформление активов, отказ от ведения двойной бухгалтерии, положительные отношения с органами власти и т.д.).

Низкая потенциальная эффективность применения в России многих методов защиты, разработанных на западных рынках корпоративного контроля, объясняется следующими причинами:

1) крайне «своеобразны» методы нападения, применяемые российскими корпорациями-покупателями;

2) отсутствует надлежащая юридическая база для применения многих западных методов защиты;

3) не развит фондовый рынок;

4) открытые российские компании в подавляющем большинстве лишь формально являются открытыми акционерными обществами, фактически это частные компании (а ведь многие западные методы защиты создавались именно в расчете на открытые акционерные общества).

Для функционирования российского института рейдерства характерна ярко выраженная асинхронность рейдерских волн захвата между центром и регионами, различными мотивами рейдерства: в центре – инвестиционного, а в регионах – ликвидационного рейдерства. Волны рейдерских атак из центра переходят в регионы с определенным запаздыванием и диверсифицированной технологией захватов предприятий, подготавливая почву для входа на региональный рынок более крупных игроков.

Литература

- 1. Генкин А.С., Молотников А.Е.** Захват. Корпоративные шахматы: Игра на выживание. – Издательство «Альпина Бизнес Букс», 2007. 253 с.
- 2. Грачев В.** Враждебные поглощения: типология и способы защиты // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления, 2006. № 7.
- 3. Молотников А.Е.** Слияния и поглощения. Российский опыт. – М.: Вершина, 2007. С. 34.
- 4. Рудык Н.Б.** Методы защиты от враждебного поглощения. – М.: Дело, 2006. С. 107.
- 5. Туник И.Ю., Поляков В. А.** Антирейдер: пособие по противодействию корпоративным захватам. – СПб: Питер, 2007. 208 с.
- 6. Хардинг Д., Роувит С.** Искусство слияний и поглощений. Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки. – Издательство «Гревцов Паблшер», 2007. 256 с.

