

Олексій Вікторович ЯРОЩУК

кандидат економічних наук, доцент,
кафедра аудиту, ревізії та аналізу,
Тернопільський національний економічний університет
E-mail: mail.econa@gmail.com

Ірина Дмитрівна ЯРОЩУК

кандидат педагогічних наук, доцент,
кафедра іноземних мов та професійної комунікації,
Тернопільський національний економічний університет

**АНАЛІТИЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ РІШЕНЬ В СИСТЕМІ КОРПОРАТИВНОГО ЗАХИСТУ
БІЗНЕСУ ВІД ПОГЛИНАНЬ**

Ярощук, О. В. Аналітичне обґрунтування рішень в системі корпоративного захисту бізнесу від поглинань / Олексій Вікторович Ярощук, Ірина Дмитрівна Ярощук // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2014. – Том 17. – № 2. – С. 136-154. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. Розвиток корпоративного сектору економіки та фондового ринку, різкий економічний спад значно активізували процеси злиттів та поглинань в Україні.

Недооцінка більшості українських підприємств ринком і акціонерами, неефективна практика застосування норм законодавства в сфері регулювання процесів злиттів і поглинань, нерозвиненість використання норм ділової і корпоративної етики, а також відсутність в більшості компаній превентивної системи захисту є важливими факторами, які визначають сьогодні популярність названого вище виду операцій.

Мета статті. Метою статті є систематизація методів захисту підприємств від ворожого поглинання, які використовуються в міжнародній фінансовій практиці, виявлення особливостей їх застосування на вітчизняному ґрунті та визначення методики аналізу системи захисту від поглинань.

Результати. В статті розглянуто поняття та види «корпоративного контролю» і «ворожого поглинання», визначено інструменти, що використовуються в боротьбі за корпоративний контроль, систематизовано методи захисту від ворожого поглинання, визначено особливості їх застосування у вітчизняній практиці, визначено послідовність проведення аналізу системи захисту підприємства.

Ключові слова: корпоративний контроль; вороже поглинання; методи захисту; акціонерне товариство; аналіз.

Oleksii Viktorovych YAROSHCHUK

PhD in Economics, Associate Professor,
Department of Audit, Revision and Analysis
Ternopil National Economic University
E-mail: mail.econa@gmail.com

Iryna Dmytrivna YAROSHCHUK

PhD in Pedagogics, Associate Professor,
Department of Foreign Languages and Professional Communication,
Ternopil National Economic University

ANALYTICAL SUPPORT OF DECISIONS IN THE SYSTEM OF CORPORATE BUSINESS PROTECTION AGAINST TAKEOVERS

Abstract

Introduction. *The development of the corporate sector of economy and the stock market, a sharp economic downturn have significantly intensified the mergers and acquisitions in Ukraine.*

Underestimation of the majority of Ukrainian enterprises by market and shareholders, inefficient practice of application of legislation in the sphere of regulation of mergers and acquisitions, underdevelopment of use of business and corporate ethics norms, and lack of preventive protection system in most of the companies are the important factors that determine the popularity of the above mentioned type of operations.

The purpose. *The aim of the article is to systematize the protection methods of companies against hostile takeovers that are used in international financial practice; to classify the features of their use in domestic practice; to identify the method of analysis of protection system against takeovers.*

Results. *The paper considers the concept and types of "corporate control" and "hostile takeover". The instruments that are used in the struggle for corporate control are defined. The methods of protection against a hostile takeover are systematized. The peculiarities of their use in domestic practice are determined. The sequence of analysis of company protection system is shown.*

Keywords: *corporate control; hostile takeover; protective measures; stock company; analysis.*

JEL classification: G340

Вступ

Для багатьох українських компаній, які отримали контроль над активами в ході приватизації та перерозподілу власності, питання захисту бізнесу є актуальним, оскільки від цього залежить їх майбутнє.

Стрімке падіння економіки України спричинило скорочення доходів діючого бізнесу, а отже веде до різкого зниження вартості підприємств. В такій ситуації вітчизняний бізнес стає легкою здобиччю для агресорів-поглиначів. В недалекому майбутньому ми зможемо спостерігати за сплеском «сірого» та «чорного» рейдерства. Так звані недружні поглинання, тобто встановлення контролю над компанією всупереч інтересам основного акціонера або акціонерів – охоплюють істотну частку ринку злиттів і поглинань. За даними дослідницької компанії Dealogic світовий ринок злиттів і поглинань в 2014 році досяг максимального рівня з 2007 року [1].

Найчастіше недружнє поглинання здійснюється шляхом консолідації певного пакету акцій компанії-жертви в руках агресора і, тим самим, отримання можливості участі в прийнятті корпоративних рішень і управлінні компанією відповідно до своїх цілей і завдань.

Недооцінка більшості українських підприємств ринком і акціонерами, неефективна практика застосування норм законодавства в сфері регулювання процесів злиттів і поглинань, нерозвиненість використання норм ділової і корпоративної етики, а також відсутність в більшості компаній превентивної системи захисту є важливими факторами, які визначають сьогодні популярність названого вище виду операцій.

У іноземній літературі досить широко описані питання захисту корпоративного контролю, які базуються на теоріях, що лежать в галузі ефективності, інформаційних, агенських проблем, формування ринкової частки та зниження рівня оподаткування. Серед вагомих праць іноземних вчених, які займалися даною проблематикою необхідно відзначити наукові дослідження А. Бекенштайна, М. Бредлі, М. Горта, М. Кінена, Д. Мюллера, К. Чанга та інш.

Мета та завдання дослідження

Для вітчизняної науки та практики сучасного періоду ця тема є відносно новою, що пов'язано із недостатнім розвитком фондового ринку та повною відсутністю напрацювань в правовому полі. Тому метою даного дослідження є побудова методики аналізу системи захисту компанії від поглинань. Завданнями дослідження систематизація методів захисту підприємств від ворожого поглинання, які використовуються в міжнародній фінансовій практиці, виявлення особливостей їх застосування на вітчизняному ґрунті та визначення методики аналізу системи захисту від поглинань.

Виклад основного матеріалу дослідження

Існує декілька характеристик, які роблять компанію бажаною жертвою для ворожого захоплення. Серед них:

- відповідність цілі поглинання стратегічній меті компанії-поглинача (далі – поглинач, агресор);
- недооціненість активів компанії, яка поглинається (далі – компанія-жертва);
- наявність у компанії-жертви високоліквідних грошових активів або ліквідних цінних паперів;
- наявність недовикористаного боргового потенціалу компанії-жертви;
- існування в компанії-жертви дочірніх фірм, які можуть бути продані без значного впливу на розмір грошових потоків;
- слабкий управлінський контроль компанії-жертви над своїми акціями.

Під «ворожим поглинанням» необхідно розуміти встановлення особою або групою осіб корпоративного контролю над акціонерним товариством всупереч волі та в умовах жорсткої протидії з боку менеджерів чи власників акцій, які забезпечують такий контроль.

Захист від «ворожого поглинання» передбачає систему заходів менеджерів чи власників фірми, які спрямовані на превентивне запобігання спробам її купівлі або отримання певного контролю над активами.

Проміжною метою та інструментом реалізації планів поглинача щодо активів жертви є отримання корпоративного контролю. Кінцевою метою ж будь-якого поглинання є отримання права розпорядження активами компанії-жертви на користь компанії-поглинача.

В таблиці 1 виділено види корпоративного контролю, який може отримати агресор при спробі здійснення поглинання жертви.

Інструменти, які використовували поглиначем в боротьбі за корпоративний контроль над компанією-жертвою:

- тендерна пропозиція (*tender offer*);
- скупка акцій на фондовому ринку (*stock market acquisitions*);
- боротьба за довіреності (*proxy fight*).

Якщо одна фірма хоче заволодіти контрольним пакетом іншої, то звичайно вона намагається домовитися з менеджментом і радою директорів компанії-жертви. В тих випадках, коли переговори завершуються успішно, можна говорити про дружнє придбання (*friendly takeover*).

Результати емпіричних досліджень випадків злиття і поглинань в США свідчать, що більше 50 % придбань є дружніми, тобто закінчуються на стадії первинної пропозиції. Інша ж частина поглинаючих фірм поводить більш агресивно.

Одна з найбільш часто обраних тактик поглинання є так звані «ведмежі обійми» (*bear hug*). В її основі – розсилка листів директорам компанії-жертви з повідомленням про передбачуване поглинання і вимогою ухвалити швидке рішення (іноді протягом декількох годин) з приводу даної пропозиції. Якщо поглинаюча фірма не одержує позитивної відповіді на свою пропозицію, вона може звернутися безпосередньо до акціонерів компанії-жертви з тендерною пропозицією. Подібна ситуація є свідченням ворожого поглинання (*hostile takeover*). При цьому «загарбник», що досягає успіху в отриманні контролю, прагне заміни директорів і менеджерів, які не бажають співпрацювати.

В зарубіжній практиці ворожих поглинань (*hostile takeover*) прийнято виділяти три основних їх види.

Тендерна пропозиція є, звичайно, прямою пропозицією поглинача акціонерам жертви про придбання їх акцій за грошові кошти, шляхом обміну на інші цінні папери або за комбінацію цих активів з метою отримання корпоративного контролю над жертвою. При цьому, як правило, дотримуються наступні умови:

- пропозиція здійснюється для всіх акціонерів і носить публічний характер;
 - сукупно купується значний пакет акцій;
 - пропозиція містить премію (надбавку) понад ринкову ціну акцій, що склалася на момент такої пропозиції;
 - умови пропозиції фіксовані;
 - як умова укладення операцій з акціонерами, в пропозиції про придбання міститься обумовлення відносно мінімально необхідної кількості акцій, які повинні бути сукупно запропоновані поглиначу для придбання;
-

– пропозиція дійсна протягом певного короткого проміжку часу.

Таблиця 1. Характеристика основних видів корпоративного контролю

Вид корпоративного контролю	Умови контролю загальної кількості акцій	Основні шляхи досягнення	Наслідки	
Відносний	менше 50 % + 1 акція	<ul style="list-style-type: none"> – укладання домовленостей поглинача з рядом незалежних від нього акціонерів про консолідоване голосування по даному пункту повістки дня загальних зборів акціонерів; – наявності в поглинача відповідних довіреностей на участь і голосування на загальних зборах акціонерів; – врахування інертності незалежних акціонерів (особливо, Фонду Державного майна або іншого державного органу, уповноваженого управляти державним пакетом акцій компанії-жертви, якщо такий є), яка виражається в регулярній низькій явці акціонерів на загальні збори акціонерів і їх пасивності при голосуванні; – скупка акцій. 	Наявність відносного корпоративного контролю дає можливість більшістю голосів призначити власну раду директорів.	
Оперативний	більше або рівна 50 % + 1 акція		Наявність відносного корпоративного контролю дає можливість зібрати повноважне загальні збори акціонерів незалежно від волі інших акціонерів і провести на ньому будь-які рішення; заблокувати проведення будь-яких загальних зборів акціонерів на невизначений час і, таким чином законсервувати ту структуру управління жертвою, яка склалася або була створена поглиначем на попередніх загальних зборах акціонерів.	
Стратегічний	відносний		більше або рівна 60 % + 1 акція і менше 75 %	Така частка в статутному капіталі жертви дає поглиначу можливість гарантовано зібрати повноважні збори акціонерів незалежно від волі інших акціонерів і провести на ньому будь-які рішення, ухвалення яких вимагає переважної більшості голосів або кваліфікованої більшості голосів (не менше, ніж 75% голосів акціонерів) акціонерів (внесення змін в статут товариства; ліквідації товариства).
	повний		більше або рівна 75 % і менше 90 %	ніхто, окрім поглинача не може скликати загальні збори акціонерів.
	абсолютний	більше або рівна 90 %		

Тендерна пропозиція (*tender offer*) при ворожому захопленні може бути реалізована різними способами. Дворівнева пропозиція (*two-tier offer*) – той випадок, коли ціна, за якою поглинаюча компанія обіцяє купити акції, диференціюється. Ціна першого, більш високого, рівня платиться за певну максимальну кількість акцій, оголошувану одночасно з тендерною пропозицією. Решта акцій купує за більш низькою ціною.

Часткова пропозиція (*partial offer*) характеризується тим, що поглинаюча компанія визначає максимальне число акцій, якого вона хоче набути, але не оголошує своїх планів щодо їх решти. Придбання акцій при дворівневій або частковій пропозиції часто обумовлена тією мінімальною кількістю акцій, якої необхідно набути для отримання контролю над фірмою. Такі схеми були винайдені для того, щоб дати акціонерам стимул для швидкого ухвалення тендерної пропозиції – хто продає акції першим, той одержує за них більш високу ціну.

Пропозиція «все або нічого» (*any-or-all*). Зроблена в такій формі пропозиція означає наступне: поглинаюча компанія визначає ціну, але не максимальну кількість акцій, яку вона бажає набути, і одночасно з цим декларує, що жодна з цих акцій не буде куплена до тих пір, поки певні умови пропозиції не будуть виконані.

Особливості застосування тендерних пропозицій, які широко використовуються у міжнародній фінансовій практиці, регулюється відповідними правовими актами (наприклад, акт Вільяма у США) [1, с. 29-40]).

Скупка акцій на фондовому ринку у вигляді крупних пакетів без яких-небудь публічних оголошень, адресованих всім акціонерам компанії-жертви, звичайно, є альтернативою тендерній пропозиції. З метою приховання істинних цілей поглинач, як правило, не займається безпосередньо скупкою акцій, а

використовує для цього ряд дружніх або пов'язаних з ним фірм. Ті ж функції можуть виконувати і професійні учасники ринку цінних паперів, зокрема брокерські компанії, які купують акції компанії-жертви під гарантії їх подальшого викупу поглиначем (так звана «парковка акцій»).

Боротьба за довіреності має на меті акумуляцію поглиначем значної кількості голосів незалежних від нього акціонерів за допомогою отримання від них довіреностей, які уповноважують поглинача представляти їх інтереси на загальних зборах акціонерів жертви з правом голосу по всіх або певних питаннях порядку денного. Боротьба за довіреності є підготовкою поглинача до так званої «боротьби за представництво», яка розвертається на загальних зборах акціонерів. В зарубіжній практиці ворожих поглинань прийнято виділяти дві основні форми боротьби за представництво:

- боротьба за місця в раді директорів;
- боротьба за затвердження пропозицій менеджменту.

В результаті перемоги в боротьбі за місця в раді директорів компанії-жертви поглинач вводить до цього органу своїх кандидатів, що дозволяє йому встановити корпоративний контроль над діяльністю жертви. Як правило, рада директорів відповідає за визначення основних напрямів діяльності фірми, виносить на затвердження загальними зборами акціонерів ключові питання, у тому числі пропозиції про крупні придбання, призначає генерального директора, т. п.

Боротьба за затвердження на зборах акціонерів пропозицій менеджменту має значення для поглинача, оскільки менеджери, зокрема, можуть виносити на затвердження загальними зборами акціонерів пропозиції поглинача про набуття корпоративного контролю над компанією-жертвою або, навпаки, виступити з ініціативою ухвалення поправок до статуту, спрямованих на захист від ворожого поглинання.

Українська практика ворожих поглинань цілком відрізняється від зарубіжного досвіду. З одного боку, арсенал правових і фінансових інструментів, створених для цих цілей на розвинутих фондових ринках світу, застосовується в Україні в дуже обмеженому вигляді. Проте, з іншого боку, вітчизняні поглиначі широко й успішно використовують «унікальні» технології, які практично не мають аналогів в світовій практиці.

Очевидно, що така ситуація склалася через специфічні риси українського фондового ринку, до яких, в першу чергу, можна віднести наступні:

- відносна молодість та незрілість корпоративного руху;
- недосконалість корпоративного законодавства України, зокрема:
 - відсутність нормативного регулювання ряду правовідносин;
 - суперечливість;
- незавершеність процесів приватизації державної власності;
- значна заполітизованість економіки та широке адміністративне втручання держави в діяльність підприємств, зокрема:
 - наявність у власності держави великих пакетів акцій;
 - широкі повноваження органів державної влади і управління в економічній сфері;
 - корупція серед урядовців;
- недосконалість судової системи, зокрема:
 - низька кваліфікація суддів, що розглядають корпоративні спори, в сфері корпоративного права;
 - відсутність спеціалізації суддів по корпоративному праву;
 - корупція;
 - заполітизованість.

В Україні практично не використовуються такі методи ворожого поглинання як тендерна пропозиція і боротьба за довіреності. Застосування тендерної пропозиції як способу придбання акцій компанії-жертви потребує детального законодавчого регулювання, яке все ще відсутнє у вітчизняному корпоративному правовому полі.

Перш за все, тендерна пропозиція спричиняє за собою виникнення значних фінансових ризиків, як для поглинача, так і для акціонерів компанії-жертви. Тому для захисту інтересів учасників тендерної пропозиції законодавець повинен встановити чіткі правила їх проведення, зокрема, що стосуються:

- терміну, протягом якого тендерна пропозиція залишається відкритою (прикладом є регулювання тендерних пропозицій в фінансовій практиці зарубіжних країн);
- умов переходу акцій у власність поглинача;
- порядку розрахунків між поглиначем і акціонерами компанії-жертви, що прийняли тендерну пропозицію.

Очевидно, що в українських корпоративних реаліях великі шанси перемогти в боротьбі за довіреності має скоріше менеджмент, ніж поглинач. Згідно частини 3 статті 41 Закону України «Про господарські товариства» довіреності акціонерів можуть завірятися правлінням або реєстратором акціонерів акціонерного товариства. Це надає менеджменту велику матеріальну та процесуальну перевагу.

Звичайно, правління або контрольований менеджментом реєстратор завіряють такі довіреності безкоштовно і заочно. В той же час поглинач вимушений звертатися за завіренням довіреностей акціонерів – фізичних осіб до нотаріуса, що стягує платню за цю послугу. До того ж необхідна особиста явка акціонера до нотаріуса з документами, які підтверджують особу акціонера і права власності на акції компанії-жертви. Крім того, разом з повідомленням про майбутні збори акціонерів правління часто розсилає акціонерам бланки довіреностей та марковані конверти для повернення заповнених довіреностей правлінню. Природно, що повернені довіреності завіряються правлінням або реєстратором без будь-якої перевірки особи і правильності оформлення довіреностей. Трапляються і фальсифікації правлінням або реєстратором таких довіреностей.

Очевидно, що не буде проблем і з подальшою реєстрацією менеджера-представника для участі в загальних зборах акціонерів компанії-жертви, яка проводиться тими ж особами, які «завіряли» ці довіреності. При цьому довіреності, видані акціонерами поглиначу, уважно перевіряються і використовується будь-який формальний привід, щоб відмовити в такій реєстрації.

Мабуть, єдиним випадком, коли поглинач реально може розраховувати на перемогу над менеджментом в боротьбі за довіреності, є довіреність державного органу, що управляє державним пакетом акцій компанії-жертви.

В переважній більшості випадків ворожі поглинання здійснюються за допомогою скупки акцій компанії-жертви на організованому фондовому ринку, у фінансових посередників на позабіржовому ринку, а також в акціонерів-фізичних осіб, включаючи працівників компанії-жертви. В останньому випадку менеджмент прагне максимально утрудняти для поглиначу скупку акцій, належних членам трудового колективу. На таких акціонерів чиниться адміністративний тиск аж до звільнення працівника за надуманою підставою у випадку продажу ним акцій поглиначу. Часто менеджмент звертається до почуття патріотизму працівників, закликає не продавати акції «чужинцям», при цьому образ поглиначу подається менеджментом як конкурент або спекулянт, який закряє підприємство, розпродасть його майно і звільнить працівників негайно після захоплення корпоративного контролю над компанією-жертвою.

Звичайно, в такій ситуації поглинач використовує наступні методи стимулювання продажу акцій дрібними акціонера і нейтралізації протидії цьому з боку менеджменту:

- побудова індивідуальної цінової і кількісної стратегії скупки (як правило, поступове зниження ціни купівлі акцій, яке може супроводитися збільшенням мінімально необхідної кількості акцій, які поглинач згоден придбати в одного акціонера);
- підкуп працівників реєстратора з метою отримання інформації з реєстру акціонерів компанії-жертви і сприяння таких працівників у перереєстрації права власності на акції на ім'я поглиначу;
- попереднє придбання поглиначем компанії-реєстратора;
- організація різного роду перевірок господарської діяльності компанії-жертви і менеджменту контролюючими органами (податкова інспекція, правоохоронні органи, територіальне управління НКЦПФР, Антимонопольного комітету України, Товариства по захисту прав споживачів, т.п.);
- публікація різного роду відомостей, які компрометують менеджмент, в засобах масової інформації;
- політичний тиск на менеджерів компанії-жертви, які займаю виборні посади в органах місцевого самоврядування і центральних органах влади.

У випадку якщо поглинач акумулював значну кількість акцій жертви, що надає йому відносний або оперативний корпоративний контроль, то для встановлення стратегічного корпоративного контролю поглинач може ініціювати додатковий випуск акцій. Використовуючи різні правові та технічні хитрощі, поглинач може значно утруднювати реалізацію недружніми акціонерами їх переважного права на придбання акцій додаткової емісії. Після додаткового випуску акцій частка недружніх акціонерів може бути «розмита» до прийнятної для поглиначу рівня. При цьому засоби, витрачені поглиначем на придбання акцій додаткового випуску в компанії-жертви, залишаються під контролем поглиначу і можуть бути відносно легко вилучені з компанії-жертви за допомогою різних комерційних операцій між жертвою та дружніми поглиначу особами.

Ще одним методом отримання корпоративного контролю, хоча достатньо складним, тривалим і ризикованим, є скуповування боргів компанії-жертви, яка відчуває фінансову скруту, з перспективою шантажу менеджменту банкрутством підприємства. Якщо такий шантаж не приносить бажаних результатів, поглинач може ініціювати процедуру банкрутства компанії-жертви для подальшого:

- придбання цілісного майнового комплексу підприємства на публічних торгах при ліквідації компанії-жертви;
- санації підприємства, при якій поглинач виступить санатором, і «під нього» буде проведений додатковий випуск акцій, що дає поглиначу корпоративний контроль над компанією-жертвою.

Зарубіжна практика ворожих поглинань напружувала значну кількість способів захисту компанії-жертви від перехоплення корпоративного контролю над нею компанією-агресором. Як правило, захисні механізми створюються менеджментом для збереження за собою посад в компанії, які дають можливість

розпоряджатися її активами, зокрема, встановлювати високі винагороди топ-менеджерам компанії-жертви.

В умовах значного «розпорошення» акцій великих компаній серед дрібних інвесторів в розвинутих країнах Заходу менеджмент таких компаній часто виявляється єдиною організованою силою, здатною протистояти атакам поглиначів і матеріально зацікавлених в збереженні існуючої структури акціонерного капіталу та корпоративного управління компанією. Найбільш популярні захисні механізми описані нижче.

За багаторічну практику злиття і поглинань на фінансових ринках були вироблені певні технології захисту від «недружніх поглинань». Всі методи захисту, які може використовувати компанія-жертва, можна поділити на «захист до пропозиції» (*pre offered defense*) і «захист після пропозиції» (*post offered defense*). Методи «захисту до пропозиції» передбачають встановлення положень-умов в статутних документах та угодах із найманими працівниками і т.д. (так звані «відлякувачі акул» (*shark repellents*)). Метою цих положень, як правило, є встановлення певних обмежень щодо переходу корпоративного контролю над компанією-жертвою або обтяження такого переходу певними зобов'язаннями. Методи «захисту після пропозиції» спрямовані на зниження привабливості купівлі поглиначем компанії-жертви.

Розглянемо способи захисту від «недружнього поглинання» більш детально.

1. Умова про супербільшість (*supermajority amendment*) передбачає встановлення високого процентного бар'єру акцій, який необхідний для схвалення поглинання (звичайно 80-90 %).

Умова про супербільшість є таким способом захисту, що передбачає внесення в статут компанії-жертви положення, що передбачає встановлення високого відсотка голосів, необхідного для ухвалення рішення про злиття. У багатьох випадках це обмеження одночасно поширюють і на такі операції, як ухвалення рішень про ліквідацію компанії, її перебудову, продаж або фінансовий лізинг крупних активів, які належать компанії і т.п. Більшість компаній, що застосовують цей метод захисту, встановлюють кількісний бар'єр голосів для ухвалення рішення про злиття на рівні від 2/3 до 80 %. Умови супербільшості автоматично застосовуються до всіх операцій, в яких беруть участь зацікавлені сторони або крупні акціонери. На додаток, умова супербільшості поширюється на випадки спроби зняття захисту з компанії. Природно, що подібне обмеження значно обмежує можливості недружнього поглинання – для забезпечення контролю «агресору» потрібні значно великі ресурси.

2. Умова «справедливої ціни» (*fair price amendment*) – внесення в статут компанії-жертви визначальної умови викупу більше 20-ти % (30-ти %) голосуючих акцій. Реально умова справедливої ціни є посиленням умови супербільшості і, як правило, не застосовується окремо від нього. Справедлива ціна визначається як однакова ціна викупу для будь-якої акції компанії-жертви. Основна мета цього прийому захисту – запобігання двухстадійним тендерним пропозиціям компанією-покупцем. Двухстадійна (*two-tier*) пропозиція означає, що спочатку робиться пропозиція на покупку тільки крупних пакетів акцій (більше 5%), потім пропонується купити дрібні пакети, але за більш низькою ціною. Природно, що така схема ущемляє інтереси міноритарних акціонерів. Крім того, існує можливість купити компанію за ціною нижче ринкової. Більшість компаній, що застосовували цей метод захисту, встановлювали «справедливу ціну» на основі історичної вартості своїх акцій за останні 3-5 років. Якщо компанія-покупець виконує умову справедливої ціни, в більшості випадків знімається умова супербільшості. Захист «справедливою ціною» може бути знятий в наступних випадках: якщо зняття захисту буде схвалено 95 % акціонерів компанії-жертви; при дружньому злитті.

3. Умова про переобрання ради директорів (*classified board amendment, staggered board amendment*). Така умова встановлює обмеження на зміну складу ради директорів. Поділ ради директорів означає, що в статут компанії – жертви для поглинання вноситься пункт, в якому обумовлюється порядок поділу ради директорів на три рівні частини; при цьому кожна частина ради директорів може бути обрана загальним збором акціонерів на один рік і так протягом трьох років. Таким чином, обмежуються можливості «агресора» отримати негайний контроль над компанією-жертвою безпосередньо після придбання контрольного пакету акцій: компанія-покупець буде вимушена чекати ще два роки для отримання необхідної більшості в раді директорів. На практиці ж подібне обмеження у великій кількості випадків знімається, якщо «агресор» має реальні шанси отримати контроль над ціллю поглинання. Проте, більше половини компаній, що входять в індекс Standard&Poog's 500, використовуює такий спосіб захисту, оскільки це реально ускладнює і здорожує поглинання.

4. Положення про санкціонування випусків нових цінних паперів (*authorization amendments*). Такі положення дозволяють раді директорів компанії-жертви створювати новий клас цінних паперів-«отруйних пілюль» (*poison pills*), які у разі ворожого поглинання надають право голосу. Ці цінні папери можуть бути випущені для дружніх компаній і, таким чином, служити захистом від ворожих поглинань.

«Отруйні пілюлі» в самому загальному вигляді представляють собою емітовані компанією-жертвою права, розміщені між її акціонерами і надаючи право на викуп додаткової кількості звичайних акцій компанії при настанні певної події. Каталізатором виконання права викупу може стати будь-яка спроба зміни контролю над даною компанією, не узгоджена з радою директорів. Нижче подано наступні основні

шість видів «отруйних пілюль» (*Preferred stock plans, Flip-over plans, Flip-in plans, Flip-out plans, Back-end plans, Voting plans*).

Preferred stock plan по суті є емісією компанії-жертви конвертованих привілейованих акцій, які розподіляються між акціонерами як дивідендів. Ці привілейовані акції прирівнюються по праву голосу до звичайних акцій. Випуск подібних привілейованих акцій приводить до зниження дивідендів по звичайних акціях, крім того, розмір дивідендів по привілейованих акціях встановлюється на значно вищому рівні, ніж за звичайними акціями: тут переслідують ціль того, щоб власники привілейованих акцій утримувалися від їх конвертації в звичайні. Емітент залишає за собою право викупу привілейованих акцій через певний період (на практиці – не менш 15 років).

Принцип захисту реалізується таким чином. В умовах розподілу привілейованих акцій міститься пункт, в якому обумовлюється, що у разі покупки іншим інвестором «значного» пакету звичайних акцій власники привілейованих акцій мають право зажадати від своєї компанії викупу цих привілейованих акцій, якщо власник «значного» пакету акцій протягом невеликого часу не оголосить рішення про дружнє злиття з емітентом. Після отримання вимоги про викуп компанія повинна викупити привілейовані акції за ціною, не нижче: (1) максимальної ціни, сплаченої власником «значного» пакету за привілейовані акції, придбані ним протягом попереднього року, або (2) максимальної ціни, сплаченої власником «значного» пакету акцій за звичайні акції, придбані ним протягом попереднього року, помноженій на коефіцієнт конвертації.

Якщо ж рішення про поглинання ухвалюється, то власники привілейованих акцій позбавляються права їх викупу своєю компанією. В результаті привілейовані акції повинні будуть конвертуватися в звичайні акції компанії, яка поглинула.

Flip-over plan є наступним. Фірма-жертва оголошує про виплату дивідендів за звичайними акціями у формі прав на купівлю певного класу своїх цінних паперів, як правило, звичайних акцій. Ціна виконання права встановлюється на рівні, який значно перевищує ринкову вартість цінних паперів, на купівлю яких надано це право. На додаток, ці права не можуть бути реалізовані до настання певної емісійної події. Такою подією може бути придбання компанією-покупцем значного пакету голосуючих акцій або отримання пропозиції на придбання такого пакету. Після настання подібної події акціонери компанії-жертви не можуть реалізувати свої права протягом короткого проміжку часу (як правило, 10 днів). Після закінчення вказаного часу права можуть бути реалізовані, і компанія-жертва розподіляє сертифікати цих прав. До цього моменту звичайні акції і права не можуть торгуватися окремо один від одного. Достроковий викуп можливий, але він проводиться із значним дисконтом. В результаті у разі ухвалення рішення про поглинання акціонери поглиненої компанії будуть мати нагоду дуже вигідно купити акції компанії, що виникла після поглинання, що може виявитися дуже дорогим для поглинаючої сторони.

Flip-in plan за суттю є доповнення до попереднього способу захисту. Суть його полягає в наступному: якщо компанія-покупець буде переводить активи купленої компанії на дискримінуючих її акціонерів умовах або на умовах, що знижують вартість вкладення, то акціонери компанії-жертви мають право викупити акції компанії-покупця із значним дисконтом їх ринкової вартості. Таким чином забезпечується захист акціонерів сторони, що поглинається; крім того, покупка може стати більш дорогою для компанії-покупця.

Flip-out plan – спосіб захисту, при якому акціонери компанії-жертви поглинання одержують право на викуп акцій «агресора», що по суті є контрнапад на цього «агресора». Це нагадує захист Пекмена, про який піде мова нижче. Зрозуміло, для реалізації подібного способу захисту потрібні значні фінансові ресурси.

Процедура захисту *Back-end plan* майже повністю повторює *Flip-over plans*, за винятком того, що розподіляються права на покупку боргових інструментів, а не звичайних акцій. Компанія-покупець після проведення поглинання стикається з проблемою обслуговування великого обсягу боргових зобов'язань (основний борг і відсотки). Борг створюється з метою захисту компанії-жертви.

Основне завдання *Voting plan* в тому, щоб запобігти спробі отримання контролю над компанією однієї особи або групи осіб шляхом простої більшості голосів. Суть методу полягає в тому, що компанія-жертва оголошує своїм акціонерам про виплату дивідендів у вигляді привілейованих акцій. У випадку якщо окрема особа або група осіб стає власником «значного» пакету звичайних і привілейованих акцій, власники привілейованих акцій, за винятком володаря «значного» пакету, одержують право суперголосу, що не дає можливість отримати контроль над компанією власнику цього «значного» пакету.

5. Положення, що обмежує відміну раніше прийнятих поправок (*Lock-in amendment*). Ці положення утруднюють видалення із статуту компанії-жертви раніше схвалених поправок, створюючи механізм протидії ворожим поглинанням.

6. Рекапіталізація вищого класу (*Dual class recapitalization*) як метод захисту зводиться до наступного. Всі емітовані компанією акції діляться на два класи: акції зі звичайним правом голосу (низький клас акцій) і акції з підвищеним правом голосу (вищий клас акцій). Звичайно акції низького класу голосують

за принципом «одна акція – один голос», а акції вищого класу – «одна акція – десять голосів». Акції вищого класу розміщуються тільки серед акціонерів компанії – жертви. Вони можуть бути через певний час обміняні на акції низького класу (звичайні акції). Як правило, дивіденди по акціях вищого класу встановлюються на більш низькому рівні, чим по акціях низького класу; крім того, акції вищого класу завжди низьколіквідні, і можуть взагалі не обертатися на фондовому ринку. Головна мета випуску акцій вищого класу – якнайскоріше примусити їх власників обміняти їх на акції низького класу. Також встановлюється, що менеджери компаній-аутсайдерів не можуть бути учасниками подібного обміну (рекапіталізації). Після проведення подібної рекапіталізації менеджмент компанії-жертви, навіть володіючи відносно невеликим пакетом звичайних акцій, буде здатний ефективно блокувати спроби зміни контролю над компанією. Практика показує, що даний метод вельми ефективний.

7. Компенсаційними парашутами називають в контракти менеджерів умови, що включаються і гарантують значні виплати цим менеджерам у випадку «недружнього поглинання» або не узгодженого з менеджерами поглинання. Природною практикою поглинаючої компанії є заміна ключових менеджерів компанії-жертви.

Компенсаційні парашути бувають:

- золотими (компенсаційні угоди укладаються з вищим менеджментом);
- срібними (компенсаційні угоди укладаються з менеджментом середньої ланки);
- олов'яними (компенсаційні угоди укладаються з менеджментом нижньої ланки і деякими рядовими працівниками компанії).

Якщо компенсаційні угоди складені юридично бездоганно, а сума компенсації істотна, то у поглинаючої компанії можливі проблеми. Крім того, наявність подібних контрактів є стимулом для менеджменту компанії проводити ефективні захисні дії, якщо цього вимагають акціонери.

Як правило, подібні контракти рідко перевищують 1 рік. Звичайною практикою вважається укладення таких контрактів за 6-8 місяців до «недружнього поглинання».

8. При цільовому викупі компанія-жертва робить пряму тендерну пропозицію зовнішньому інвестору або групі інвесторів, які вже володіють крупним пакетом її звичайних акцій і можуть представляти потенційну загрозу. Викуп здійснюється із значною премією в порівнянні з ринковим курсом акцій. За допомогою цього методу ліквідується потенційна загроза «недружнього поглинання». Природно, що успіх даного методу захисту найбільше визначається величиною пропонованої премії над поточним ринковим курсом.

9. Угода про невтручання (стоп-угода) є контрактом, який укладається між менеджментом компанії-жертви для поглинання і крупним акціонером, згідно якому цей крупний акціонер зобов'язується не володіти контрольним пакетом акцій протягом певного періоду часу.

10. Судовий позов – один з найпопулярніших видів захисту після отримання пропозиції про поглинання. Більш 1/3 всіх тендерних пропозицій, зроблених в США за період з 1962 по 1980 рік, супроводжувалися порушенням різних судових позовів з боку компанії-жертви. При цьому компанія-покупець звинувачувалася в порушенні всіляких видів законодавства, включаючи природоохоронне. Більшість позовів подаються у зв'язку з антимонопольним законодавством і законодавством, яке регулює фондовий ринок. В результаті початку судового позову компанія-жертва може затримати проведення «недружнього поглинання» (судові процедури, слухання, перегляд справи і т.п.) і одночасно збільшити вартість поглинання (більш цікаво збільшити розмір тендерної пропозиції, ніж нести значні судові витрати). Крім того, можлива така технологія, коли позов чинить «дружня» компанії, що поглинається, фірма або приватна особа на основі попереднього збору інформації компанією-жертвою.

11. Реструктуризація активів – продаж і придбання активів, які здійснюються для зменшення привабливості об'єкту поглинання. Можливий продаж привабливих активів («коштовності корони») знижує інвестиційну привабливість компанії, яка поглинається, а придбання такого бізнесу може привести до проблем з органами державного регулювання.

11.1. «Коштовності корони» (*crown jewels*). Якщо менеджмент компанії-жертви вважає, що поглиначка привертають певні активи компанії-жертви, то менеджмент може спробувати продати ці «коштовності корони», або передати дочірнім формально незалежним компаніям.

11.2. «Випалена земля» (*scorched earth*). Якщо менеджмент заходить в справі продажу привабливих для поглиначки активів компанії-жертви дуже далеко, позаду залишається лише «випалена земля», тобто компанія, що не володіє якими-небудь істотними активами.

Також менеджмент може зробити і зворотні дії: набути нові активи, які будуть економічно невіддільними для поглиначки, або виключити в нього проблеми з антимонопольними органами, але в той же час можуть бути корисні (а можуть і не бути) для самої компанії-жертви.

11.3. «Зелена пошта» (*green mail*), зворотний викуп з премією (*premium buyback*), угода про бездіяльність (*standstill agreement*). При загрозі ворожого поглинання компанія-жертва може піти на викуп своїх акцій з премією по відношенню до їх ринкової ціни. Викуп організується за допомогою конфіденційних переговорів менеджменту з крупним акціонером або групою акціонерів.

Часто таким акціонером є і сам поглинач. В цьому випадку (і часто одночасно з викупом) між жертвою і агресором укладається угода про бездіяльність. Згідно такої угоди поглинач, в якого перекуплялися акції, зобов'язується не купувати акцій компанії-жертви протягом певного періоду часу.

12. Реструктуризація пасивів здійснюється через:

- проведення додаткової емісії звичайних акцій, які повністю розміщуються серед дружніх зовнішніх інвесторів (або акціонерів), тобто осіб, які підтримують існуючий менеджмент компанії-жертви у разі спроби «недружнього поглинання»;
- проведення крупної емісії боргових зобов'язань (короткострокових або довгострокових облігацій); одночасно засоби, отримані від проведення емісії, спрямовують на викуп своїх звичайних акцій, що обертаються на ринку або знаходяться в крупних, але «ненадійних» акціонерів.

В першому випадку подібний захист забезпечує більше шансів менеджменту на збереження статусу при голосуванні на загальних зборах акціонерів.

В другому випадку збільшення зовнішньої заборгованості компанії знижує її інвестиційну привабливість; крім того, викуп, що додатково проводиться, значно ускладнює процес придбання контрольного пакету акцій компанії за рахунок зниження кількості акцій, доступних для придбання «агресором».

13. Рекапіталізація з використанням фінансового важеля (*leveraged recapitalization, LCO*), викуп з використанням фінансового важеля (*leveraged buyout, LBO*). Метою цих операцій є збільшення кількості акцій, які належать менеджменту.

Для цього компанія-жертва залучає значні засоби. При рекапіталізації з використанням фінансового важеля компанія-жертва за рахунок позичених ресурсів виплачує великі одноразові дивіденди своїм «зовнішнім акціонерам» (*outside shareholders, outsiders*) грошима, тоді як менеджери-«внутрішні акціонери» (*inside shareholders, insiders*) – одержують ці дивіденди у вигляді акцій. У разі викупу з використанням фінансового важеля компанія-жертва за рахунок позикових засобів купує в зовнішніх акціонерів всі або значну частину належних їм акцій компанії-жертви. В результаті зазначених операцій «питома вага», тобто загальна частка акцій компанії-жертви, належних менеджменту, значно збільшується.

Після рекапіталізації або викупу з використанням фінансового важеля компанія-жертва стає менш привабливою із двох причин. По-перше, поглиначу стає складніше досягти угоди з існуючими акціонерами, оскільки в руках менеджменту сконцентровано велику кількість голосуючих акцій. По-друге, збільшення боргу компанії-жертви робить її економічно менш привабливою для агресора.

Одним з результатів викупу з використанням фінансового важеля може бути зникнення компанії-жертви як публічної компанії. Менеджмент може знайти партнерів для залучення боргового капіталу і викупу всіх акцій компанії-жертви, що обертаються на ринку. Часто для цього компанією-жертвою випускаються так звані «сміттєві облігації» (*junk bonds*).

14. «Отруйний опціон» (*poison put*). Даний інструмент надає утримувачам облігацій компанії-жертви право пред'явити їх до оплати до настання терміну погашення та підвищеною викупною вартістю у разі ворожого поглинання, тобто застосувати так званий «макаронний захист» (*macaroni defense*). Звичайно, таке право неможливо реалізувати при дружньому поглинанні, навіть якщо таке поглинання завдає шкоди утримувачам облігацій.

У ряді випадків оплата облігацій може бути для потенційного поглинача дуже дорогим зобов'язанням компанії-жертви. Як правило, агресор активно позичає ресурси для проведення поглинання. В той самий час, коли в нього виникає брак коштів, пов'язаний з проведенням поглинання компанії-жертви, оплата облігацій починає здійснювати на поглинача додатковий фінансовий тиск.

15. «Білий лицар» і «білий сквайр» – способи захисту, коли для поглинання запрошується дружній акціонером інвестор. При виборі способу захисту «білий лицар» компанія-жертва намагається перешкодити «недружньому захопленню» шляхом здійснення дружнього поглинання, продаючи свій контрольний пакет акцій дружньої менеджменту компанії. Розмір пропозиції, яку робить «білий лицар», визначається, головним чином, тим, наскільки подібна операція вписується в його стратегію. Якщо ж існує відповідність стратегії, то ціна може бути вище від запропонованої «агресором», якщо ж рівень відповідності стратегії невеликий, то ціна буде нижче. На практиці ж можлива ситуація, коли «агресор» буде підвищувати ціну, не відмовляючись від спроби «недружнього захоплення» навіть після появи «білого лицаря» – тоді ціна буде зростати.

Захист «білий сквайр» відрізняється від захисту «білий лицар» тим, що «білий сквайр» не одержує контролю над компанією-жертвою. Дружня до менеджменту компанія – білий сквайр купує за пропозицією жертви крупний пакет акцій на умовах «невтручання» (звичайно це означає зобов'язання голосувати за пропозиції менеджменту). Таким чином, «агресор» позбавляється можливості отримати більшість голосів на зборі акціонерів і, отже, вирішити проблему поглинання. Як винагороду «білий сквайр» звичайно одержує місця в раді директорів або підвищені дивіденди на куплені акції.

8. Захист Пекмена (*PacMan defense*) полягає в контрнападі компанії-жертви на компанію-агресора у разі спроби жорсткого поглинання (компанія-жертва робить зустрічну тендерну пропозицію акціонерам фірми-покупця на викуп контрольного пакету її акцій). Подібна практика зустрічається дуже рідко, оскільки основна проблема з її застосуванням – значний обсяг фінансових ресурсів, необхідних для проведення контрнаступу на покупця. Тому тільки компанія-жертва, яка значно перевершує компанію-поглиначу вільними фінансовими ресурсами, може розраховувати на успішне проведення такого захисту.

10. Реінкомпанія означає переоформлення реєстраційних документів в інший регіон (перенесення юридичної адреси), де існують більш жорсткі антимонопольні вимоги, чим по поточному місцю реєстрації. Подібний захист може значно утруднювати поглинання реінкорпорованої компанії, проте процес оформлення документів може вимагати багато часу.

За роки становлення ринкової економіки в Україні процес злиття і поглинань майже не розглядався в наукових роботах і публікаціях, а «недружні поглинання» підприємств практично не згадуються. В той же час практика «недружніх поглинань» українських промислових і торгових компаній достатньо широка. Розглянемо рекомендації, які вітчизняні практики дають в частині протистояння недружньому поглинанню:

1. Захист реєстру акціонерів від несанкціонованого доступу.
2. Статут повинен із самого початку передбачати можливості захисту від поглинань.
3. Укладення трудових договорів з керівництвом компанії, в яких обумовлюються значні компенсації у разі звільнення.
4. Консолідація розпорошеного пакету (при відсутності грошей можливий пошук партнера для злиття).
5. Найбільш значні активи компанії або підприємства переводяться в дочірні структури. Дочірні компанії у свою чергу відділяються від материнської, а агресор купує «пустушку».
6. Якщо агресора цікавить саме участь у виробничому ланцюжку, то, не маючи нагоди домовитися з менеджером або власниками підприємства, він намагається його купити. В такій ситуації можливо, доцільно буде дозволити агресору користуватися активами, ніж втратити корпоративний контроль.
7. PR-захист. Формування іміджу компанії. Організація інформаційної війни проти агресора. Якщо компанію поглинають, а влада вирішить її підтримати, то шанси агресора істотно зменшуються.
8. Проведення закритої емісії акцій із закритим розміщенням.
9. Компанія укладає договори з додатками, які набувають чинності у випадку, якщо хтось одержує контроль за нею, і різко погіршують загальний фінансово-економічний стан компанії. В цьому випадку агресор ризикує отримати безліч штрафів і боргів.
10. Свідоме «навішування» боргів на підприємство.
11. У випадку якщо агресора цікавить не вся компанія, а якась група устаткування, система продажів, то такий актив можна вивести за межі підприємства, виділити його в окрему компанію, а надалі відділити від материнської компанії. Якщо такого активу в підприємства немає, то інтерес до поглинання в агресора зникає.
12. Оскільки найпоширенішим методом поглинання в Україні є скупка боргів, то потрібно спробувати домовитися з кредиторами.

Українські реалії не дозволяють ефективно використовувати ряд із описаних вище способів протидії ворожим поглинанням. В першу чергу, причиною цього служить система права, на якій побудоване вітчизняне законодавство.

Відмінність полягає у тому, що ряд антизагарбних прийомів, які використовуються, наприклад, в США, були узаконені не нормами статутного права, а судовими прецедентами в справах, пов'язаних з корпоративними суперечками. Законодавство України ж розвивається в системі континентального статутного права, яке надає менше свободи в юридичному закріпленні подібних корпоративних правовідносин.

Використовувані українськими компаніями-жертвами способи захисту від недружнього поглинання можна умовно розділити на 2 групи: пов'язані з акціями акціонерних товариств та пов'язані з активами акціонерних товариств.

Щодо акцій компанії-жертви менеджментом можуть бути використані наступні прийоми:

- часткова скупка акцій;
- відмова дружнього до компанії-жертви реєстратора від перереєстрації на ім'я поглинача придбаних останнім акцій;
- втрата дружнім до компанії-жертви реєстратором реєстру з внесеним в нього поглиначем і подальше відновлення реєстру без поглинача або із зменшенням кількості належних йому акцій компанії-жертви;
- отримання менеджментом довіреностей від дрібних акціонерів, зокрема, членів трудового колективу компанії-жертви, на представлення їх інтересів на загальних зборах акціонерів;

-
- відмова в реєстрації поглинача (для участі в загальних зборах акціонерів);
 - маніпулювання кворумом загальних зборів акціонерів;
 - маніпулювання результатами голосування загальних зборів акціонерів;
 - проведення додаткової емісії акцій для нарощення частки статутного капіталу, належної менеджменту, і «розмивання» частки поглинача;
 - «фіксація» акцій компанії-жертви, які належать членам її трудового колективу, шляхом внесення їх в статутний капітал новоствореного і контрольованого менеджментом закритого акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю.

Щодо активів компанії-жертви менеджмент може застосувати наступні тактичні ходи:

- «вивід» ліквідних активів компанії-жертви в створені з її участю та контрольовані менеджментом господарські товариства;
- відчуження ліквідних активів компанії-жертви у власність контрольованих менеджментом осіб;
- обтяження активів компанії-жертви зобов'язаннями перед контрольованими менеджментом особами;
- укладення компанією-жертвою з контрольованими менеджментом особами «ексклюзивних» довгострокових договорів на реалізацію продукції компанії-жертви, поставку сировини і комплектуючих, т.п.

Зупинимось докладніше на деяких вітчизняних способах захисту від ворожих поглиначів.

Зустрічна скупка акцій менеджментом може бути ефективною тільки у випадку, якщо вона організується оперативним, проходить за ціною і на умовах, привабливіших для акціонерів ніж ті, які пропонує поглинач. Така скупка може супроводжуватися адміністративним тиском менеджменту на акціонерів-членів трудового колективу, від яких, часто під загрозою звільнення, вимагають продавати акції тільки «своїм».

Якщо в менеджменту не вистачає фінансових ресурсів, щоб скуповувати необхідну кількість акцій компанії-жертви, іноді достатньо буває пообіцяти дрібним акціонерам заплатити за акції дещо пізніше і за більш високою ціною, ніж та, яку пропонує поглинач. Це може серйозно загальмувати темпи скупки акцій поглиначем, так як психологічний чинник на фондовому ринку відіграє далеко не останню роль.

На спори з реєстратором, у тому числі судові, поглинач може витратити багато часу. За цей період менеджмент може організувати зустрічну скупку, провести необхідні йому рішення на позачерговому загальних зборів акціонерів.

Відмова в реєстрації поглинача і, таким чином, позбавлення його можливостей реалізувати корпоративні права, здійснюється контрольованими менеджментом компанії-жертви працівниками або реєстратором, який здійснює реєстрацію. Стандартним варіантом недопуску поглинача на загальні збори акціонерів є його відсутність в реєстрі, згідно якому в день проведення зборів проводиться реєстрація. Наприклад, реєстр складений реєстратором не на дату проведення зборів, а на яку-небудь попередню цій події дату, в яку поглинач ще не був внесений в Реєстр. Проте, законним слід рахувати проведення реєстрації тільки відповідно до реєстру, складеного саме на дату проведення зборів акціонерів.

Маніпулювання кворумом загальних зборів акціонерів з використанням реєстрації відбувається шляхом:

- неправомірної відмови в реєстрації небажаного акціонера або акціонерів, що володіють в сукупності не менше ніж 40 % від загальної кількості акцій;
- проведенням множинних реєстрацій по ходу загальних зборів акціонерів;
- навмисно неправильного підрахунку голосів акціонерів, прибулих для реєстрації, контрольованим менеджментом членом мандатної комісії, уповноваженим проводити такий підрахунок.

Якщо в першому випадку кворум загальних зборів акціонерів не збирається, то відповідно до статті 41 Закону України «Про господарські товариства» такі збори визнаються неправомочними, тобто такими, які не відбулися.

В другому випадку Реєстрації проводяться після перерв в загальних зборах акціонерів або перед голосуванням по важливих пунктах порядку денного. Якщо така додаткова Реєстрація показує відсутність кворуму, загальні збори акціонерів оголошується закінченим або голосування по такому пункту порядку денного не проводиться.

Маніпулювання результатами голосування загальних зборів акціонерів за допомогою реєстрації здійснюється шляхом:

- неправомірної відмови в реєстрації небажаного акціонера або акціонерів, що володіють значною кількістю простих (голосуючих) акцій акціонерного товариства;
- проведення множинних реєстрацій в ході зборів акціонерів;
- навмисно неправильного підрахунку голосів акціонерів контрольованим менеджментом членом рахункової комісії, уповноваженим проводити такий підрахунок.

В перших двох випадках змінюється загальна кількість присутніх на загальних зборах акціонерів голосів, виходячи з якого визначається переважна або кваліфікована більшість голосів, необхідних для ухвалення рішення по певному пункту порядку денного.

Слід визнати, що множинні реєстрації є неправомірними. Очевидно, що статті 41 Закону України «Про господарські товариства» передбачає проведення тільки однієї реєстрації: в день проведення загальних зборів акціонерів і до його початку.

Вельми популярна зараз є «фіксація» акцій компанії-жертви, належних членам її трудового колективу, шляхом внесення їх в статутний капітал новоствореного і контрольованого менеджментом закритого акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю.

Очевидно, що для реалізації плану такого захисту менеджмент повинен володіти великим авторитетом в трудовому колективі, можливостями підкупу або адміністративним ресурсом шантажу непокірних акціонерів. Наприклад, менеджмент може піти на виплату крупних дивідендів акціонерам безпосередньо до або після внесення ними акцій в статутний капітал новоствореного товариства.

Після внесення акцій в статутний капітал закритого акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю акціонер компанії-жертви втрачає правовий зв'язок з такими акціями, які переходять у власність новоствореного товариства. Акціями компанії-жертви тепер розпоряджається таке товариство, органи управління якого контролюються менеджментом. У разі виходу учасника – колишнього акціонера компанії-жертви з такого товариства учаснику виплачується грошова компенсація його частки в статутному фонді товариства. При цьому акції компанії-жертви залишаються власністю такого закритого акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю.

При «виводі» ліквідних активів компанії-жертви в створені з участю компанії-жертви і контрольовані менеджментом господарські товариства такі активи вносяться в статутний капітал такого товариства по мінімальній (звичайно, залишковій балансовій) вартості. В той же час менеджмент вносить в статутний капітал товариства деякі активи за істотно завищеною вартістю (наприклад, ноу-хау, торговий знак, патент, «сміттєві акції», т. п.), і одержує пакет корпоративних прав, що забезпечує йому корпоративний контроль над таким товариством.

Типова схема відчуження ліквідних активів компанії-жертви у власність контрольованих менеджментом осіб полягає у продажу таких активів іншому підприємству з подальшою передачею цих активів таким підприємством в короткострокову оренду компанії-жертви. Зустрічається варіант, при якому компанія-жертва не продає майно, а передає його у фінансовий лізинг контрольованій менеджментом особі. Часто, такими активами є майно (наприклад, який-небудь цех або виробництво), без якого компанія-жертва не може завершити виробничий цикл випуску своєї продукції.

Обтяження активів компанії-жертви зобов'язаннями перед контрольованими менеджментом особами як спосіб захисту від ворожого поглинання полягає, звичайно, в передачі компанією-жертвою своїх ліквідних активів в заставу підприємствам, що знаходяться під контролем менеджменту. Застава забезпечує виконання компанією-жертвою яких-небудь зобов'язань перед такими підприємствами, наприклад, по поверненню позики.

У разі загрози ворожого поглинання менеджмент організує невиконання компанією-жертвою забезпечених заставою зобов'язань. При цьому, відповідно до положень Закону України «Про забезпечення вимог кредиторів і реєстрації застав» № 1255-15 від 18 листопада 2003 р., закладене майно передається компанією-жертвою у власність підприємств-заставодержателів в рахунок погашення забезпечених заставою зобов'язань. Ринкова вартість закладеного майна може у багато разів перевищувати розмір таких забезпечених зобов'язань.

Укладення компанією-жертвою з контрольованими менеджментом особами «ексклюзивних» довгострокових договорів на реалізацію продукції компанії-жертви, поставку сировини і комплектуючих, т.п., припускає, що компанія-жертва не може звернутися за продажем або придбанням таких товарів, наданням таких послуг або виконанням робіт до яких-небудь інших осіб. Виконання таких зобов'язань компанії-жертви, як правило, забезпечується величезними неустойками. Крім того, у разі невиконання компанією-жертвою цих зобов'язань «ексклюзивні» контрагенти маю право примусити компанію-жертва виконувати договірні зобов'язання в судовому порядку (стаття 16 Цивільного кодексу). Також, такі договори можуть передбачати негайну передоплату компанією-жертвою товарів, робіт або послуг таких «ексклюзивних» контрагентів в повному обсязі на багато років вперед.

Мабуть, єдиним дієвим захистом, який може протиставити поглинач вказаним вище договорам по розпорядженню активами компанії-жертви, є заперечення їх в суді як недійсних. Підставою недійсності операції може служити її фіктивність (стаття 234 Цивільного кодексу), удаваність (стаття 235 Цивільного кодексу), укладення без необхідного дозволу (стаття 227 Цивільного кодексу). В останньому випадку, який стосується, в основному «ексклюзивних» договорів, на допомогу поглиначу можуть прийти норми антимонопольного законодавства України (стаття 6 Закону України «Про захист економічної конкуренції» № 2210-14 від 11 січня 2001 р.).

Для побудови ефективної системи захисту бізнесу від ворожих поглинань аналітикам необхідно детально вивчити систему організації та діяльність досліджуваного об'єкту.

В літературних джерелах зазначається, що така перевірка проводиться, як правило, на замовлення інвестора для обґрунтування рішень щодо вкладання капіталу. Проте, на нашу думку, її варто поширити і на розробку системи захисту бізнесу від ворожих посягань.

Основною метою проведення такої перевірки для акціонерів та менеджменту підприємства є отримання інформації про недоліки в організації, юридичному забезпеченні та фінансово-господарській діяльності суб'єкта господарювання.

У вітчизняних наукових колах ще досі панують погляди на використання комплексного аналізу діяльності суб'єкта господарювання як інструменту пояснення використання ресурсів. Однак, в сучасних умовах його роль кардинально змінюється – від пояснення ретроспективних подій до розробки стратегій та можливих варіантів поведінки підприємства в майбутньому.

Відсутність наукових досліджень щодо аналітичного обґрунтування рішень і варіантів адекватного захисту від ворожих зазіхань на майно суб'єкта господарювання та спроб отримання корпоративного контролю зумовлює актуальність розвідок в даному напрямку.

Вибір ефективних методів захисту бізнесу повинен базуватися на вивченні недоліків в системі управління та фінансово-господарської діяльності.

Для здійснення даної процедури звичайно використовують послуги високопрофесійних консалтингових компаній, що мають в своєму складі аудиторів, фінансових аналітиків, юристів, бізнес-технологів. Саме в результаті спільної роботи такої групи фахівців можна сформулювати реальне уявлення про фінансовий стан підприємства та його перспективи. За наслідками дослідження формується звіт і висновок експертів, який і допомагає створити адекватну систему захисту.

Ініціаторами проведення аналізу можуть бути як акціонери чи менеджмент компанії, так і сторонні зацікавлені особи, в якості яких, як правило, виступають інвестори, які бажають придбати цінні папери компанії або частку в статутному фонді. Акціонери можуть вимагати проведення аналізу для розробки механізму захисту від ворожого поглинання чи підготовці випуску цінних паперів.

Головною метою аналізу формування для акціонерів повного уявлення:

- про реальний фінансовий стан об'єкту інвестування;
- про всі ризики, які можуть значно погіршити фінансовий стан об'єкту інвестування;
- про ринкову вартість акцій об'єкту інвестування.

Мета проведення аналізу визначає коло питань, відповіді на які необхідно отримати, напрями перевірки, обсяг, аналізований період і ступінь детальності (рівень істотності операцій, що підлягають дослідженню).

Спроби сформулювати «стандартний план» для проведення дослідження можна порівняти з підготовкою «типового висновку» на всі випадки життя, тому для кожного суб'єкта господарювання методика організації перевірки є строго індивідуальна. Досліджуваному етапу перевірки передують співбесіда із персоналом компанії щодо найважливіших аспектів організації та діяльності компанії, в ході якої і визначаються напрями проведення аналізу.

1. Аналіз організаційно-правових документів

На цьому етапі експерти визначають:

- наявність в підприємства реєстраційних документів;
- відображення в реєстраційних документах всіх змін, що підлягають обов'язковій державній реєстрації (зміна місцезнаходження, керівника, організаційно-правової форми і т. д.);
- відповідність організаційно-правової форми підприємства, форми та змісту статуту й установчого договору вимогам чинного законодавства;
- відповідність галузевих кодів підприємства, а також видів діяльності передбачених статутом підприємства, стратегічним із цілями суб'єкта господарювання;
- склад акціонерів (засновників) з метою виявлення:
- частки держави в статутному фонді підприємства (у тому числі й опосередкованій);
- частки нерезидентів в статутному фонді підприємства (у тому числі й опосередкованій);
- виявлення угруповань акціонерів (засновників) і фактичного розподілу голосів (у тому числі і через представництво інтересів акціонерів);
- впливи менеджерів компанії на процес ухвалення рішень на зборах акціонерів (засновників) як через пряме й опосередковане володіння акціями (частками, паями) так і через представництво інтересів інших акціонерів (засновників) на зборах акціонерів (засновників);
- історію консолідації (розпорошеність) пакетів акцій (часток, паїв);
- наявність належним чином оформленої участі нерезидентів (легалізований пакет документів, що складається з сертифіката інкорпорації, рішення уповноваженого органу про придбання акцій, довіреності уповноваженої особи);

-
- повноваження органів управління і відповідність їх статусу, прав і обов'язків вимогам чинного законодавства.

2. Аналіз організаційної структури та органів управління компанією.

На даному етапі фахівці визначають:

- відповідність порядку формування органів управління вимогам чинного законодавства;
- визначення групи осіб, що здійснюють визначальний (у тому числі й істотний) вплив на операційну діяльність підприємства і на управління ним в перервах між зборами акціонерів (засновників);
- відповідність рішень, прийнятих виконавчим органом (правлінням, дирекцією), наглядовою радою, зборами акціонерів (засновників) вимогам чинного законодавства;
- відповідність рішень, прийнятих виконавчим органом (правлінням, дирекцією), наглядовою радою інтересам акціонерного товариства та всіх акціонерів;
- ступінь контролю з боку ревізійної комісії над виконавчим органом в інформуванні акціонерів (наглядова рада) про реальний фінансовий стан підприємства та зміст окремих господарських операцій, що здійснили (або здатних чинити) істотний вплив на вартість акцій (часток, паїв).

3. Аналіз кадрового забезпечення підприємства.

На цьому етапі дослідження вивчається:

- кадровий ресурс підприємства;
- рівень фактичної заробітної плати та систему оплати праці;
- якість системи управління підприємством;
- права й обов'язки менеджерів відносно підприємства;
- політику підприємства (власників) щодо найму персоналу, політику в сфері підвищення кваліфікації.

4. Експрес-аналіз фінансового стану та окремих корпоративних моментів по підприємствах, інвестиції в які враховуються за методом участі в капіталі.

По підприємствах, в які здійснені інвестиції аналізованим суб'єктом господарювання, (в даному контексті – дочірньому підприємству), експерти визначають:

- легітимність здійснення даних інвестицій з погляду чинного законодавства;
- легітимність здійснення даних інвестицій з погляду внутрішніх нормативних документів підприємства (у тому числі й установчих документів);
- наявність документів, що свідчать про державну реєстрацію дочірнього підприємства;
- відображення в реєстраційних документах дочірнього підприємства всіх змін, що підлягають обов'язковій державній реєстрації (зміна місцезнаходження, керівника, організаційно-правової форми і т.д.);
- відповідність організаційно-правової форми, форми і змісту статуту та установчого договору дочірнього підприємства вимогам чинного законодавства;
- склад акціонерів (засновників) дочірнього підприємства з метою виявлення:
- частки підприємства в статутному фонді;
- частки держави в статутному фонді підприємства (у тому числі й опосередкованої);
- частки нерезидентів в статутному фонді підприємства (у тому числі й опосередкованої)»
- виявлення угруповань акціонерів (засновників) і фактичного розподілу голосів (у тому числі і через представництво інтересів акціонерів);
- впливи менеджерів компанії на процес ухвалення рішень на зборах акціонерів (засновників) як через пряме й опосередковане володіння акціями (частками, паями), так і через представництво інтересів інших акціонерів (засновників) на зборах акціонерів (засновників);
- повноваження органів управління дочірнього підприємства та відповідність їх статусу, прав і обов'язків вимогам чинного законодавства;
- поточний фінансовий стан дочірнього підприємства та його капіталізацію.

Якщо:

- історична вартість здійснених інвестицій в дочірнє підприємство перевищувала 10% сукупних активів підприємства на момент здійснення інвестицій;
- справжня вартість інвестицій в дочірнє підприємство, врахована за методом участі в капіталі, перевищує 10% справжніх сукупних активів підприємства,
- то необхідним є проведення повної процедури «due diligence» по даному дочірньому підприємству.

5. Аналіз інвестицій в цінні папери (за винятком векселів) і корпоративні права (які не враховуються за методом участі в капіталі).

На цьому етапі експерти визначають:

- легітимність здійснення даних інвестицій;
- поточну ринкову вартість даних інвестицій.

6. Аналіз фінансової і податкової звітності (за останні 3 роки).

- При дослідженні звітності експерти визначають:

- облікову політику підприємства та відповідність її національним стандартам бухгалтерського обліку;
- існуючі податкові зобов'язання підприємства (за вже виставлені податковим повідомленням);
- розповсюдження податкової застави на активи підприємства;
- можливі податкові зобов'язання підприємства (в результаті помилок допущених підприємством в податковому обліку окремих господарських операцій);
- достовірність відображення господарських операцій підприємства в реєстрах бухгалтерського обліку і, як результат, достовірність наданої фінансової звітності. При цьому не аналізується відображення господарських операцій, грошовий еквівалент яких не досяг порогу значущості інформації. Поріг значущості інформації по господарських операціях визначається керівником групи консультантів за узгодженням із замовником.

7. Аналіз документів по земельній ділянці, на якій розміщене майно суб'єкта господарювання.

Експерти визначають:

- наявність в підприємства документів, встановлених чинним законодавством, для отримання права користування (оренди, власності) земельною ділянкою, на якій розміщено дане підприємство;
- розміри та контури земельної ділянки, що знаходиться в підприємства на правах користування (оренди, власності);
- розміри та періодичність належних сплаті платежів, пов'язаних із земельною ділянкою (податок на землю, орендна ставка).

8. Аналіз основних засобів.

Експерти визначають:

- кількісний склад основних засобів, що знаходяться у власності підприємства (по об'єктах);
- ринкову вартість основних засобів, що знаходяться у власності підприємства:
- по об'єктах нерухомості – по окремих об'єктах;
- по об'єктах незавершеного будівництва – по окремих об'єктах;
- по об'єктах основних засобів, попередня ринкова вартість яких перевищує пороговий показник значущості інформації – по окремих об'єктах;
- по об'єктах основних засобів, попередня ринкова вартість яких не перевищує пороговий показник значущості інформації, за ринкову вартість приймається їх залишкова балансова вартість.
- Поріг значущості інформації по основних засобах визначається керівником групи консультантів за узгодженням із замовником.
- ринкову вартість основних засобів, наданих підприємством в оперативний лізинг (оренду), фінансовий лізинг і відповідність встановлених лізингових (орендних) економічним інтересам підприємства;
- ринкову вартість основних засобів, отриманих підприємством в оперативний лізинг (оренду), фінансовий лізинг і відповідність встановлених лізингових (орендних) економічним інтересам підприємства.

9. Аналіз нематеріальних активів.

Експерти визначають:

- правомірність визнання нематеріальних активів і їх склад;
- ринкову вартість визнаних нематеріальних активів;
- економічну обґрунтованість умов (у тому числі і грошових) встановлених підприємством за право користування власними нематеріальними активами іншими особами;
- економічну обґрунтованість умов (у тому числі і грошових) пред'явлених підприємству за право користування нематеріальними активами належними іншим особам.

10. Аналіз оборотних активів.

Експерти визначають:

- склад і грошовий еквівалент (ліквідність) наступних оборотних активів:
- товарні та сировинні запаси (у тому числі і місцезнаходження);
- дебіторська заборгованість (у тому числі характер виникнення, терміни погашення і дебіторів);
- векселі, враховані підприємством (у тому числі вексельний ряд, товарність векселів).

11. Аналіз боргових зобов'язань.

Експерти визначають:

- кредитну історію підприємства:
- в яких банках, під які програми бралися кредити;
- як обслуговувалися узяті кредити;
- що було забезпеченням за отриманими кредитами;
- по кредитах, не погашеним підприємством:
- мета отримання кредиту;
- цільове використання;

- забезпечення;
- обслуговування основного боргу і відсотків за кредитом;
- вексельну історію підприємства, у тому числі:
- товарний характер виданих векселів;
- наявність вексельних обмовок;
- терміни платежу за векселями.
- кредиторську заборгованість (у тому числі характер виникнення, терміни погашення і кредиторів);
- зобов'язання (платіжний календар) за договорами фінансового лізингу, укладеним підприємством як лізингоотримувача.

12. Аналіз забалансових зобов'язань і вимог (протягом останніх 3-х років).

Експерти визначають:

- зобов'язання підприємства як учасника індосаментного ряду за врахованими та проданими векселями;
- зобов'язання підприємства за виданими гарантіями, поручительствами (у тому числі і вексельними). Економічну обґрунтованість і легітимність виданих гарантій і поручительств;
- зобов'язання підприємства за гарантіями, поручительствами (у тому числі і вексельним) виданим на користь підприємства третіми особами протягом 3-х останніх років.

13. Аналіз страхової політики.

Експерти визначають:

- об'єкти страхування, визначені підприємством;
- економічну обґрунтованість існуючих договорів страхування (в частині страхових сум, страхових премій і страхових випадків).

14. Аналіз ліцензій і дозволів.

Експерти визначають наявність в підприємства всіх дозвільних документів для здійснення існуючої діяльності, а також перспективної для інвестора діяльності.

15. Аналіз судових і арбітражних справ.

Експерти визначають суть судових справ, в яких однією із сторін є підприємство (в першу чергу, з погляду можливості виникнення в підприємства яких-небудь матеріальних зобов'язань).

16. Аналіз акцій і облігацій підприємства.

Експерти визначають:

- наявність в підприємства дозволів на випуск власних акцій/облігацій;
- результати розміщення власних акцій/облігацій.

17. Аналіз виробництва і реалізації продукції, робіт і послуг.

Експерти визначають ефективність процесу виробництва і реалізації продукції (послуг) підприємства (рентабельність, диверсифікацію джерел доходу і т. д.).

За результатами проведеного дослідження аналітик формує звіт.

Висновки

Наведені вище положення свідчать, що аналітичне вивчення системи захисту підприємства є важливою ланкою в побудові превентивної системи заходів щодо захисту компанії від ворожих поглинань. Проведення досліджень за запропованою вище схемою дає можливість зрозуміти всі аспекти діяльності фірми та рівень захищеності корпоративного контролю в руках керівництва.

Список літератури

1. *Мировой рынок слияний и поглощений в 2014 году достиг уровня 2007 года.* – Режим доступу: http://www.business.ua/articles/markets/Mirovoy_rynok_sliyaniy_i_pogloscheniy_v_godu_dostig_urovnya_goda-80470.
2. *Beattie, A. Bloodletting And Knights: A Medieval Guide To Investing / A. Beattie.* – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/articles/03/090303.asp>.
3. *Beattie, A. War's Influence On Wall Street [Електронний ресурс] / A. Beattie.* – 2003. – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/articles/03/072903.asp>.
4. *Logue, D. E. Handbook of modern finance / Dennis E. Logue.* – Boston, New York: Warren, Gorham & Lamont, 1984.
5. *Mergers And Acquisitions: Understanding Takeovers [Електронний ресурс].* – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/articles/01/050901.asp>.
6. *Про господарські товариства [Електронний ресурс]: закон України № 1576-12 від 28.03.2014 // Відомості Верховної Ради (ВВР), 1991, № 49, ст.682.* <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12/page>
7. *Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Електронний ресурс]: закон України № 448/96 від 26.10.2014.* <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>

8. Цивільний Кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV // Відомості Верховної Ради, 2003, № 40-44, ст.356.
9. Что есть недружественное поглощение и как с этим бороться? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.uslugy.ru/doc/articles/id_8308/index.aspx.
10. Ионцев М. Г. Корпоративные захваты : Слияния, поглощения, гринмэйл / Максим Геннадьевич Ионцев. – М. : Ось-89, 2003. – 176 с.
11. Ионцев, М. Г. Акционерные общества : Правовые основы: Имущественные отношения: Управление и контроль: Защита прав акционеров / Максим Геннадьевич Ионцев. – М. : Ось-89, 2003. – 752 с.
12. Арутюнова, К. Г. Способы защиты от недружественных поглощений в США / К. Г. Арутюнова // Право и политика. – 2007. – № 9. – С. 46-55.
13. Гетьман-Павлова, И. В. Меры защиты от враждебных поглощений / И. В. Гетьман-Павлова, Е. В. Цыганкова, В. В. Шахова // Юрист. – 2008. – №8. – С. 18-29.
14. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан, - М.: Альпина Паблишерз, 2010. С. 218.
15. Седин А. И. Защита от враждебного поглощения и риск-менеджмент [Электронный ресурс] / А. И. Седин. – Режим доступа: http://www.cgi-bin/common/static.pl?id_text=pract_asp_pogl_2/.
16. Демидова, Е. С. Регулирование приемов защиты от поглощений в России, Европейском Союзе и США / Е. С. Демидова // Современное право. – 2007. – № 6. – С. 112-116.
17. Лукашов, А. Защита от враждебных поглощений при IPO // Консультант. – 2005. – № 5. – С. 45.
18. Ярошук, О. В. Аналітичне обґрунтування вибору об'єкту злиття або поглинання / О. В. Ярошук // Перспективи та пріоритети розвитку економічного аналізу: Тези доповідей і виступів III Всеукраїнської наукової конференції студентів, аспірантів і молодих учених (18-20 квітня 2006 року). – Донецьк: Юго-Восток, 2006. – С. 208-210.
19. Ярошук, О. В. Злиття і поглинання корпорацій в Україні: аналітичний аспект / О. В. Ярошук // Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації. Збірник тез третьої міжнародної науково-практичної конференції молодих вчених (23-24 лютого 2006 року). – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – С.631-634.
20. Ярошук, О. В. Корпоративний контроль та методи його захисту // Наукові записки. Збірник наукових праць Кафедри економічного аналізу ТДЕУ. – Тернопіль: Економічна думка, 2006. – Випуск 15. – С. 142-154.
21. Зелениця, І. М. Захист прав учасників корпорацій від недружніх поглинань / І. М. Зелениця // Вісник НТУУ «КПІ». Політологія. Соціологія. Право. – 2012. – Випуск 2(14). – С. 146-150.

References

1. The global market for mergers and acquisitions in 2014 reached the 2007 level. (2014). Retrieved from: http://www.business.ua/articles/markets/Mirovoy_rynok_sliyaniy_i_pogloscheniy_v_godu_dostig_urovnya_goda-80470.
2. Beattie, A. (2014). Bloodletting And Knights: A Medieval Guide To Investing. Retrieved from: <<http://www.investopedia.com/articles/03/090303.asp>>.
3. Beattie, A. (2003). War's Influence On Wall Street. Retrieved from: <<http://www.investopedia.com/articles/03/072903.asp>>.
4. Logue, D. E. (1984). Handbook of modern finance. Boston, New York: Warren, Gorham & Lamont.
5. Mergers And Acquisitions: Understanding Takeovers. (2001). Retrieved from: <<http://www.investopedia.com/articles/01/050901.asp>>.
6. About Corporations: the law of Ukraine from 28.03.2014 № 1576-12 (2014). Retrieved from: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12/page>.
7. On State Regulation of Securities Market in Ukraine: the law of Ukraine from 26.10.2014 № 448/96. (2014). Retrieved from: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.
8. Civil Code of Ukraine of 16.01.2003 № 435-IV. (2003). Bulletin of Verkhovna Rada, 40-44, 356.
9. What is a hostile takeover and how to fight it? (n. d.). Retrieved from: http://www.uslugy.ru/doc/articles/id_8308/index.aspx.
10. Iontsev, M. G. (2003). Corporate takeovers: mergers, acquisitions, greenmail. Moscow: Os-89.
11. Iontsev, M. G. (2003). Company: Legal basis: Property relations: Management and Control: Protecting the rights of shareholders. Moscow: Os-89.
12. Arutiunova, C. G. (2007). Methods of protection against hostile takeovers in the US. Law and Politics, 9, 46-55.
13. Getman-Pavlova, I. V., Tsygankova, E. V. & Shahova, V. V. (2008). Measures of protection against hostile takeovers. Lawyer, 8, 18-29.
14. Gohan, P. A. (2010). Mergers, acquisitions and corporate restructuring. Moscow: Alpina Publishers.

-
15. Sedin, A. I. (n. d.). *Protection against hostile takeovers and risk management*. Retrieved from: http://www.cgi-bin/common/static.pl?id_text=pract_asp_pogl_2/.
 16. Demidova, E. S. (2007). *Regulation of methods of protection against takeovers in Russia, the European Union and the US*. *Modern Law*, 6, 112-116.
 17. Lukashou, A. (2005). *Protection against hostile takeovers at IPO*. *Consultant*, 5, 45.
 18. Yaroshchuk, O. V. (2006). *Analytical justification of the choice of object M & A. Perspectives and Priorities of Economic Analysis: Abstracts and presentations III Ukrainian scientific conference of students, graduate students and young scientists (18-20 April 2006)*. Donetsk: South-East, 208-210.
 19. Yaroshchuk, O. V. (2006). *M & A of corporations in Ukraine: analytical aspect. Economic and social development of Ukraine in the XXI century: national identity and globalization trends. Abstracts of the Third International Scientific Conference of Young Scientists (23-24 February 2006)*. Stockholm: *Economic thought*, 631-634.
 20. Yaroshchuk, O. V. (2006). *Corporate control and methods of protection*. *Scientific Notes*, 15, 142-154.
 21. Zelenytsya, I. M. (2012). *Protection of rights of corporations from hostile takeovers*. *Visnyk NTU "KPI". Political science. Sociology. Law*, 2 (14), 146-150.

Стаття надійшла до редакції 01.12.2014 р.