

КОРПОРАТИВНИЙ КОНТРОЛЬ ТА МЕТОДИ ЙОГО ЗАХИСТУ

Розглянуто поняття «корпоративного контролю» та «ворожого поглинання», визначено інструменти, що використовуються в боротьбі за корпоративний контроль, систематизовано методи захисту від ворожого поглинання, визначено особливості їх застосування у вітчизняній практиці.

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

Корпоративні злиття є могутнім засобом підвищення сили і конкурентоспроможності компаній-учасників. Вдале злиття - це не просто сума, а похідна початкових ресурсів і потенціалів. Проте і для них характерні численні ризики та негативні ефекти. Саме від дій вищого керівництва компаній-учасників залежить усунення всіх супроводжуваних ризиків і проблем, а також знаходження ефективних шляхів їх подолання.

Кажучи про вороже поглинання, доцільно згадати, що це, перш за все, американський і англосакський феномен. І в цьому сенсі, як самі атаки, так і заходи, що здійснюються проти них, відображають особливості англосакської корпоративної культури. Проте відзначимо, що якщо у минулому бізнес - культура континентальної Європи значно відрізнялася від англосакської і часто засуджувала недружні придбання, то нині в Європі можна спостерігати все більшу кількість ворожих операцій. Ймовірно, з посиленням ролі акціонерів тенденції до ворожості при злиттях і поглинаннях будуть посилюватися.

В країнах англосакської моделі корпоративного управління злиття і поглинання є традиційним механізмом корпоративного контролю. Цьому сприяє розвинутий фондовий ринок, розпорошеність акціонерного капіталу, культурні традиції.

В той же час якісно змінився характер подібних операцій. Якщо раніше злиття і поглинання здійснювалися в основному на користь стратегічного розвитку бізнесу та з відома обох сторін, то реалії 80-90-х років ХХ століття принесли нову тенденцію. Глобалізація фінансових ринків і нові стандарти інформаційної прозорості компаній призвели до виникнення нового виду учасників ринку – рейдерів (*raiders – загарбник, мародер*), метою яких є агресивна скупка недооцінених компаній для короткострокового підвищення їх ринкової вартості та подальшого перепродажу. При цьому, як правило, компанія дробиться на окремі підрозділи та розпродається частинами. Саме рейдери частіше за все застосовували викуп компанії з використанням боргового фінансування (випуск сміттєвих облігацій). З одного боку, вони виконують санітарну роль, змушуючи компанії підвищувати свою ефективність і конкурентоспроможність; з іншого - конфлікт короткострокових та довгострокових цілей бізнесу приводить до протилежного ефекту: компаніям доводиться турбуватися, перш за все, про підвищення курсу своїх акцій, підвищення поточних прибутків (тиранія квартальних звітів).

Розвиток процесів злиття та поглинання активно відбувається і в Україні. Проте значна частина операцій відбувається з участю іноземного капіталу та припадають на банківський сектор, а в промисловості ж до останнього часу процвітало так зване «сіре» та «чорне рейдерство», яке характеризується кримінальним характером. Крім того, значна кількість підприємств, не зважаючи на чудові результати діяльності, не готова брати участь у названих процесах і є потенційними «жертвами», що пов'язане із відсутністю механізму корпоративного контролю.

Значна кількість вітчизняних підприємств сьогодні не володіють відповідними технологіями захисту та не готова конкурувати із провідними західними компаніями. Тому, у майбутньому, після приєднання України до Світової Організації Торгівлі, їх можуть витіснити із внутрішнього ринку та остаточно поглинути іноземні конкуренти. Єдиним способом виживання українських суб'єктів господарювання на світових ринках є створення власних транснаціональних структур та розробка відповідного механізму їх корпоративного контролю. Подібно діяли раніше Китай, Росія, Індія, Індонезія, Мексика, Венесуела та ін. (не беручи до уваги промислово розвинених країн, де існують сотні потужних ТНК). Досвід цих держав свідчить, що національний капітал здатний витримати конкуренцію лише за умови, якщо він сам структурується в потужні фінансово-промислові утворення.

Глобальні тенденції інтернаціоналізації виробництва та капіталу, лібералізації зовнішньої торгівлі зумовлюють виникнення міжнародних суперкорпорацій шляхом злиття, поглинання чи об'єднання найбільших компаній світу. За даними Організації Об'єднаних Націй сьогодні у світі існує понад 65 тис. транснаціональних корпорацій, які контролюють понад 850 тис. зарубіжних компаній та в яких працюють 74 млн. чол. по всьому світу і фактично вирішують питання нового світового економічного та політичного порядку. За своєю економічною потугою транснаціональні корпорації перевершують

цілі країни, а їх інтереси досить часто є антагоністичними до інтересів окремих держав. Тому збільшення їх ваги в світових економічних та політичних процесах зумовило Утворення при ООН Центру та Комісії ООН з транснаціональних корпорацій.

У іноземній літературі досить широко описано питання захисту корпоративного контролю, які базуються на теоріях, що лежать в сфері ефективності, інформаційних, агентських проблем, формування ринкової частки та зниження рівня оподаткування. Серед іноземних вчених, які займалися даною проблематикою, варто відзначити праці А. Бекенштайна, М. Бредлі, М. Горта, М. Кінена, Д. Мюллера, К. Чанга та ін.

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 завданням даного дослідження є систематизація методів захисту підприємств від ворожого поглинання, які використовуються в міжнародній фінансовій практиці, та виявлення особливостей їх застосування на вітчизняних теренах.

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

- відповідність мети поглинання стратегічним цілям фірми, яка поглинає (далі – поглинач, агресор);
- недооцінка акцій компанії, що поглинається (далі – компанія-мішень);
- наявність у компанії-мішені високоліквідного балансу з надмірними грошовими коштами (наприклад, у формі пенсійних або страхових фондів) або значного портфеля ліквідних цінних паперів;
- наявність недовикористаного боргового потенціалу компанії-мішені;
- існування в неї дочірніх компаній, які можуть бути продані без значного впливу на розмір грошових потоків;
- слабкий контроль менеджменту компанії-мішені над своїми акціями.

Під «ворожим поглинанням» необхідно розуміти отримання особою або групою осіб (поглиначів) корпоративного контролю над акціонерним товариством (компанія-мішень) всупереч волі та в умовах жорсткої протидії з боку менеджменту чи власників пакетів, які забезпечують такий контроль.

Захист від «ворожого поглинання» – це дії менеджменту чи власників, які спрямовані на запобігання спроб придбання підприємства або встановлення певного ступеня контролю над активами. Розвиток процесу злиттів і поглинань в світовому бізнесі в умовах різноманітних, а часом і протилежних ділових інтересів різних груп власників, менеджерів компаній став основою для формування різних способів захисту від недружного поглинання. Дане явище є цікавим як з теоретичного, так і з практичного боку.

Кінцевою метою будь-якого поглинання є отримання права розпорядження активами компанії-мішені на користь компанії-поглинача. Проміжною ж метою і інструментом реалізації планів поглинача щодо розпорядження активами мішені є отримання ним корпоративного контролю над компанією-мішенню.

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

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

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

Якщо одна фірма хоче заволодіти контрольним пакетом іншої, то, звичайно, вона намагається домовитися з менеджментом і радою директорів компанії-мішені. 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.

Однією з найбільш часто обраних тактик поглинання є так звані «ведмежі обійми» (*bear hug*). В її основі – розсилка листів директорам компанії-мішені 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-мішені 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 мішені про придбання їх акцій за грошові кошти, шляхом обміну на інші цінні папери або за комбінацію цих активів з метою отримання корпоративного контролю над мішенню. 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 низкою незалежних від нього акціонерів про консолідоване голосування з даного пункту повістки дня загальних зборів акціонерів; - наявністю 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-мішені, 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 більшості 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 мішенню, 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 мішені 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, вищого рівня платиться за певну максимальну кількість акцій, оголошувану одночасно з тендерною пропозицією. Решту акцій купує за нижчою 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 доти, 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, 29-40]).

Скупка акцій на фондовому ринку у вигляді крупних пакетів без яких-небудь публічних оголошень, адресованих всім акціонерам компанії-мішені, звичайно, є альтернативою тендерній пропозиції. З метою приховання істинних цілей поглинач, як правило, не займається безпосередньо скупкою акцій, а використовує для цього дружні або пов'язані з ним фірми. Ті ж функції можуть виконувати і професійні учасники ринку цінних паперів, зокрема брокерські компанії, які купують акції компанії-мішені 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 мішені з правом голосу з усіх або певних питань порядку денного. Боротьба за довіреності є підготовкою поглинача до так званої «боротьби за представництво», яка розвертається на загальних зборах акціонерів. В зарубіжній практиці ворожих поглиначів 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-мішені поглинач вводить до цього органу своїх кандидатів, що дозволяє йому встановити корпоративний контроль над діяльністю мішені. 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-мішенню 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:

- 1) відносна молодість та незрілість корпоративного руху;
- 2) недосконалість корпоративного законодавства України, зокрема:
 - відсутність нормативного регулювання низки правовідносин;
 - суперечливість;
- 3) незавершеність процесів приватизації державної власності;
- 4) 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;
- 5) 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-мішені, 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-мішені. 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-мішені, що прийняли тендерну пропозицію.

Очевидно, що в українських корпоративних реаліях великі шанси перемогти в *боротьбі за довіреності* має скоріше менеджмент, ніж поглинач. Згідно до 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 змушений 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-мішені. 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-мішені, 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-мішені.

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

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

- 1) 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);
- 2) підкуп працівників реєстратора з метою отримання інформації з реєстру акціонерів компанії-мішені і сприяння таких працівників у перереєстрації права власності на акції на ім'я поглинача;
- 3) попереднє придбання поглиначем компанії-реєстратора;
- 4) організація різного роду перевірок господарської діяльності компанії-мішені і менеджменту контролюючими органами (податкова інспекція, правоохоронні органи, територіальне управління ДКЦПФР, Антимонопольного комітету України, Товариства по захисту прав споживачів, т.п.);
- 5) публікація різних відомостей, які компрометують менеджмент, в засобах масової інформації;
- 6) політичний тиск на менеджерів компанії-мішені, які займаю виборні посади в органах місцевого самоврядування і центральних органах влади.

У випадку, якщо поглинач акумулював значну кількість акцій мішені, 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 прийняттого для поглинача рівня. При цьому засоби, витрачені поглиначем на придбання акцій додаткового випуску в компанії-мішені, залишаються під контролем поглинача і можуть бути відносно легко вилучені з компанії-мішені за допомогою різних комерційних операцій між мішенню та дружніми поглиначу особами.

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

- придбання цілісного майнового комплексу підприємства на публічних торгах при ліквідації компанії-мішені;
- санації підприємства, при якій поглинач виступить санатором, і «під нього» буде проведений

додатковий випуск акцій, що дає поглиначу корпоративний контроль над компанією-мішенню.

Зарубіжна практика ворожих поглинань виробила значну кількість способів захисту компанії-мішені 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-мішені.

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 зацікавленій 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-мішень, 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-мішенню або обтяження такого переходу певними зобов'язаннями. Методи «захисту після пропозиції» спрямовані на зниження привабливості купівлі поглиначем компанії-мішені.

Розглянемо способи захисту від «недружнього поглинання» детальніше.

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 корпорації - мішені 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 корпорацій, 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 корпорації. 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 корпорації-мішені визначальної умови викупу більше 20% (30%) 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 корпорації-мішені. Основна мета цього прийому захисту – запобігання двостадійним тендерним пропозиціям компанією-покупцем. Двостадійна (*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 обмежує інтереси міноритарних акціонерів. Крім того, існує можливість купити корпорацію за ціною нижче ринкової. Більшість корпорацій, що застосовували цей метод захисту, встановлювали «справедливу ціну» на основі історичної вартості своїх акцій за останні 3-5 років. Якщо корпорація-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 корпорації-мішені; 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 корпорації – мішені 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-мішенню 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&Poor'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-мішені 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 корпорацією-мішенню 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 корпорацією, не узгоджена з радою директорів. Нижче подано наступні основні шість видів «котруйних пілкуль» (*Preferred stock plans, Flip-over plans, Flip-in plans, Flip-out plans, Back-end plans, Voting plans*).

Preferred stock plan по суті є емісією корпорації-мішені 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 переслідуються цілі 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 корпорація 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. Корпорація-мішень 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 корпорацією-покупцем значного пакету голосуючих акцій або отримання пропозиції на придбання такого пакету. Після настання подібної події акціонери корпорації-мішені не можуть реалізувати свої права протягом короткого проміжку часу (як правило, 10 днів). Після закінчення вказаного часу права можуть бути реалізовані, і корпорація-мішень 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, яка 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 корпорація-покупець буде переводить активи купленої корпорації на дискримінуючі її акціонерів умови або на умови, що знижують вартість вкладення, то акціонери корпорації-мішені мають право викупити акції корпорації-покупця із значним дисконтом їх ринкової вартості. Таким чином забезпечується захист акціонерів сторони, що поглинається; крім того, покупка може стати дорожчою для корпорації-покупця.

Flip-out plan – спосіб захисту, при якому акціонери компанії-мішені поглинання одержують право на викуп акцій «агресора», що по суті є контрнапад на цього «агресора». Це нагадує захист Пекмена, про який буде сказано 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. Корпорація-покупець після проведення поглинання стикається з проблемою обслуговування великого обсягу боргових зобов'язань (основний борг і відсотки). Борг створюється з метою захисту компанії-мішені.

Основне завдання *Voting plan* в тому, щоб запобігти спробі отримання контролю над корпорацією однієї особи або групи осіб шляхом простої більшості голосів. Суть методу полягає в тому, що корпорація-мішень оголошує своїм акціонерам про виплату дивідендів у вигляді привілейованих акцій. У випадку, якщо окрема особа або група осіб стають 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-мішені 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 - мішені. 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 змусити їх власників обміняти їх на акції низького класу. Також встановлюється, що менеджери корпорацій-аутсайдерів не можуть бути учасниками подібного обміну (рекапіталізації). Після проведення подібної рекапіталізації менеджмент корпорації-мішені, навіть володіючи відносно невеликим пакетом звичайних акцій, буде здатний ефективно блокувати спроби зміни контролю над корпорацією. 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-мішені.

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-мішень 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-мішені для поглинання і крупним акціонером, згідно якому цей крупний акціонер зобов'язується не володіти контрольним пакетом акцій протягом певного періоду часу.

10. Тяжба - 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 корпорації-мішені. При цьому корпорація-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 тяжби корпорація-мішень 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 порушення тяжби, коли позов чинить «дружня» компанії, що поглинається, фірма або приватна особа на основі попереднього збору інформації компанією-мішенню.

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-мішені вважає, що поглиначка привертають певні активи компанії-мішені, 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-мішені 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 не вигідними 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-мішені.

11.3. «Зелена пошта» (*green mail*), зворотний викуп з премією (*premium buyback*), угода про бездіяльність (*standstill agreement*). При загрозі ворожого поглинання компанія-мішень 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

мішенню і агресором укладається угода про бездіяльність. Згідно до такої угоди поглинач, в якого перекуплялися акції, зобов'язується не купувати акцій компанії-мішені протягом певного періоду.

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 корпорації-мішені у разі спроби «недружнього поглинання»;
- проведення крупної емісії боргових зобов'язань (короткострокових або довгострокових облигацій); 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 корпорації 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-мішень залучає значні засоби. При рекапіталізації з використанням фінансового важеля компанія-мішень 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-мішень за рахунок позикових засобів купує в зовнішніх акціонерів всі або значну частину належних їм акцій компанії-мішені. В результаті зазначених операцій «питома вага», тобто загальна частка акцій компанії-мішені, належних менеджменту, значно збільшується.

Після рекапіталізації або викупу з використанням фінансового важеля компанія-мішень 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-мішені робить її економічно менш привабливою для агресора.

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

14. «Отруйний опціон» (*poison put*). Даний інструмент надає утримувачам облигацій компанії-мішені 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 облигацій.

У ряді випадків оплата облигацій може бути для потенційного поглинача дуже дорогим зобов'язанням компанії-мішені. 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-мішені, оплата облигацій 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» корпорація-мішень намагається перешкодити «недружньому захопленню» шляхом здійснення дружнього поглинання, продаючи свій контрольний пакет акцій дружньої менеджменту корпорації. 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-мішенню. Дружня до менеджменту компанія - білий сквайр купує за пропозицією мішені 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 місце в раді директорів або підвищені дивіденди на куплені акції.

8. Захист Пекмена (*PacMan defense*) полягає в контрнападі корпорації-мішені на корпорацію-агресора у разі спроби жорсткого поглинання (корпорація-мішень робить зустрічну тендерну пропозицію акціонерам корпорації-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 корпорація-мішень, яка

значно перевершує корпорацію-поглиначу вільними фінансовими ресурсами, може розраховувати на успішне проведення такого захисту.

10. Реінкорпорація 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 деякі 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 низка 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-мішенями 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-мішені менеджментом можуть бути використані наступні прийоми:

- 1) часткова скупка акцій;
- 2) відмова дружнього до компанії-мішені реєстратора від перереєстрації на ім'я поглиначу придбаних останнім акцій;
- 3) втрата дружнім до компанії-мішені реєстратором реєстру з внесеним в нього поглиначем і подальше відновлення реєстру без поглиначу або із зменшенням кількості належних йому акцій компанії-мішені;
- 4) отримання менеджментом довіреностей від дрібних акціонерів, зокрема, членів трудового колективу компанії-мішені, на представлення їх інтересів на загальних зборах акціонерів;
- 5) відмова в реєстрації поглиначу (для участі в загальних зборах акціонерів);
- 6) маніпулювання кворумом загальних зборів акціонерів;
- 7) маніпулювання результатами голосування загальних зборів акціонерів;
- 8) проведення додаткової емісії акцій для нарощення частки статутного капіталу, належної менеджменту, і «розмивання» частки поглиначу;
- 9) «фіксація» акцій компанії-мішені, 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-мішені менеджмент може застосувати наступні тактичні ходи:

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

Зупинимось докладніше на деяких вітчизняних способах захисту від ворожих поглинань.

Зустрічна скупка акцій менеджментом може бути ефективною тільки у випадку, якщо вона організується оперативно, 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-мішені, 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.

У більшості випадків реєстратор є або підконтрольною, або дружньою менеджменту компанією. Хоча Положенням про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (із змінами і доповненнями), затвердженим рішенням ДКЦПФР № 60 від 26 травня 1998 р., реєстратору відведено всього 5 робочих днів для внесення в реєстр змін (зокрема, проведення перереєстрації) згідно наданому йому пакету документів, практично завжди можна знайти формальну причину для того, щоб відмовити поглиначу в перереєстрації.

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-мішені 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 необхідно 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 Реєстрація проводиться після перерви в загальних зборах акціонерів або перед голосуванням по важливих пунктах порядку денного. Якщо така додаткова Реєстрація показує відсутність кворуму, загальні збори акціонерів оголошуються 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-мішені, 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-мішені втрачає правовий зв'язок з такими акціями, які переходять у власність новоствореного товариства. Акціями компанії-мішені тепер розпоряджається таке товариство, органи управління якого контролюються менеджментом. У разі виходу учасника-колишнього акціонера компанії-мішені з такого товариства, учаснику виплачується грошова компенсація його частки в статутному фонді товариства. При цьому акції компанії-мішені залишаються власністю такого закритого акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю.

При «виводі» ліквідних активів компанії-мішені в створенні з участю компанії-мішені і контрольовані менеджментом господарські товариства такі активи вносяться в статутний капітал такого товариства по мінімальній (звичайно, залишковій балансовій) вартості. У 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-мішені у власність контрольованих менеджментом осіб полягає у продажу таких активів іншому підприємству з подальшою передачею цих активів таким підприємством в короткострокову оренду компанії-мішені. Зустрічається варіант, при якому компанія-мішень 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-мішень не може завершити виробничий цикл випуску своєї продукції.

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

У разі загрози ворожого поглинання менеджмент організує невиконання компанією-мішенню забезпечених заставою зобов'язань. При цьому, відповідно до положень Закону України «Про забезпечення вимог кредиторів і реєстрації застав» № 1255-IV від 18 листопада 2003 р., закладене майно передається компанією-мішенню 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-мішенню з контрольованими менеджментом особами «ексклюзивних» довгострокових договорів на реалізацію продукції компанії-мішені, поставку сировини і комплектуючих, т.п., припускає, що компанія-мішень 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-мішені, як правило, забезпечується величезними неустойками. Крім того, у разі невиконання компанією-мішенню цих зобов'язань «ексклюзивні» контрагенти мають право примусити компанію-мішень виконувати договірні зобов'язання в судовому порядку (стаття 16 Цивільного кодексу). Також, такі договори можуть передбачати негайну передоплату компанією-мішенню 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-мішені, є заперечення їх в суді як недійсних. Підставою недійсності операції може служити її фіктивність (стаття 234 Цивільного кодексу), уявність (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-III від 11 січня 2001 р.).

Світовий досвід операцій злиття та поглинання, що розгортаються в нашій країні, вимагають вивчення та систематизації. Адже саме від бездіяльності держави в даній сфері, відсутності необхідної нормативної бази, розгортання некерованих процесів рейдерства національна економіка може мати колосальні економічні збитки. Цей факт підтверджується досвідом найближчого східного сусіда – Росії, де процеси відбуваються випереджаючими темпами у 5-7 років. В даній статті ми зробили спробу систематизувати методи захисту від спроб ворожих поглинань за часом їх здійснення, охарактеризували їх та визначили можливості застосування у вітчизняній практиці діяльності суб'єктів господарювання.

Література

1. Beattie A. *Bloodletting And Knights: A Medieval Guide To Investing*. – 2003. – [Cited 2006, 20 February]. – Available from: <<http://www.investopedia.com/articles/03/090303.asp>>.
2. Beattie A. *War's Influence On Wall Street*. – 2003. – [Cited 2006, 20 February]. – Available from: <<http://www.investopedia.com/articles/03/072903.asp>>.
3. Logue Dennis E. *Handbook of modern finance*. – Boston, New York: Warren, Gorham & Lamont, 1984.
4. *The Wacky World of M&As* – 2003. – [Cited 2006, 20 February]. – Available from: <<http://www.investopedia.com/articles/01/050901.asp>>.
5. Беленькая О. Анализ корпоративных слияний и поглощений // Управление компанией. – [Цит. 2006, 20 лютого]. – Доступний з: <<http://www.zhuk.net/Archive/printyk.asp?aid=2011>>.
6. Закон України «Про господарські товариства» № 2801-IV (2801-15) від 06.09.2005 // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 1991. – № 49. – С. 682.
7. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» № 3541-IV (3541-15) від 15.03.2006 // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 1996. – № 51. – С. 292.
8. Защита вашей собственности // Стратегия защиты. – № 2. – [Цит. 2006, 20 лютого]. – Доступний з: <http://www.strategiya.ru/index.php?cnt=71&topic_id=71&dr_id=12&docs_id=103&PHPSESSID=d9375ee554c1284eb5ebce33f33e8c5c>.
9. Плешанова О. Есть около 20 законных способов враждебного поглощения // Коммерсантъ. – 2004. – № 21. [Cited 2006, 20 February]. – Available from: <<http://www.it2b.ru/it2b3.view3.page15.html>>.
10. Таранова А. Черный рейдер дышит в спину // Московский комсомолец. – 2005. – [Цит. 2006, 20 лютого]. – Доступний з: <<http://www.it2b.ru/it2b3.view3.page149.html>>.
11. Цивільний Кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 40-44. – С. 356.
12. Что есть недружественное поглощение и как с этим бороться? – [Цит. 2006, 20 лютого]. – Доступний з: <http://www.uslugy.ru/doc/articles/id_8308/index.aspx>.