

ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЗАХИСТУ АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА ВІД СПРОБ НЕДРУЖНЬОГО ЗЛИТТЯ-ПОГЛИНАННЯ

Обґрунтовано сутність злиття і поглинання акціонерних товариств як процесів перерозподілу акціонерного контролю. Узагальнено сутність та розглянуто механізми отримання корпоративного контролю над акціонерними товариствами в процесі здійснення операцій недружнього злиття-поглинання. Запропоновано класифікацію основних типів злиттів та поглинань підприємств. Узагальнено підхід до формування системи моніторингу контрольних показників, що ідентифікують можливість виникнення спроб недружнього злиття-поглинання за сильними та слабкими сигналами. Розглянуто системи заходів, які можуть застосовуватися для протидії такому процесу. Узагальнено можливі варіанти заземлення прав та інтересів акціонерів через непередбачувані зміни розміру або структури акціонерного капіталу в ході здійснення операцій недружнього злиття-поглинання. Обґрунтовано склад факторів формування привабливості акціонерного товариства для здійснення спроб недружнього злиття-поглинання. Визначено критерій оцінки оптимальності способів захисту акціонерного товариства від спроб недружнього злиття-поглинання.

Ключові слова: акціонерне товариство, поглинання, акціонерний капітал, корпоративний контроль.

Обоснована сущность слияния и поглощения акционерных обществ (АО) как процессов перераспределения акционерного контроля. Обобщена сущность и рассмотрены механизмы получения корпоративного контроля над АО в процессе осуществления операций враждебного слияния-поглощения. Предложена классификация основных типов слияний и поглощений предприятий. Обобщен подход к формированию системы мониторинга контрольных показателей, которые идентифицируют возможность возникновения попыток враждебного слияния-поглощения за сильными и слабыми сигналами. Рассмотрены системы мероприятий, которые могут применяться для противодействия данному процессу. Обобщены возможные варианты ущемления прав и интересов акционеров через непредсказуемые изменения размера или структуры акционерного капитала в ходе осуществления операций враждебного слияния-поглощения. Обоснован состав факторов формирования привлекательности АО для осуществления попыток враждебного слияния-поглощения. Определен критерий оценки оптимальности способов защиты АО от попыток враждебного слияния-поглощения.

Ключевые слова: акционерное общество, поглощение, акционерный капитал, корпоративный контроль.

It was unsubstantiated nature of mergers and acquisitions of joint stock companies as the processes of redistribution of equity control. Author generalized nature for obtaining corporate control over the joint-stock companies in the course of operations of a hostile M & A. and considered its mechanisms. Then it was proposed classification of the main types of mergers and acquisitions of enterprises. Also it was generalized approach to formation of a monitoring system of benchmarks that identify possibility of attempts at hostile mergers and acquisitions over the strong and weak signals. It was summarized systems of measures that can be used to counteract this process reviewed. possible variants infringement of the rights and interests of shareholders through unpredictable changes in the size or structure of the share capital in the implementation of the operations of a hostile M & A. Author substantiated composition of factors in the formation of the company attractive for attempts at hostile mergers and acquisitions. Finally it was defined criteria for evaluation of optimal ways to protect the Company against attempts of hostile mergers and acquisitions.

Keywords: joint-stock company, merger, share capital, corporate control.

Вступ. Протягом останніх десятиріч, внаслідок здійснення великомасштабних процесів приватизації та відновлення підприємницької активності громадян, в Україні було утворено значну кількість акціонерних товариств (АТ). Проте впровадження та розвиток корпоративного управління як специфічної для акціонерного сектору економіки концептуальної та інструментальної бази організації діяльності АТ в значній мірі відстають від динаміки процесів утворення корпоративних економічних організацій. Для великої кількості АТ таке відставання є причиною та передумовою для тиску з боку конкурентів та великих міжнародних корпорацій, що визначаються більш високим рівнем фінансово-економічного потенціалу та використовують інтеграційні операції (корпоративні злиття-поглинання) як засіб досягнення штучних переваг у конкурентному суперництві. Цей фактор, а також недосвідченість вітчизняних фахівців в управлінні акціонерними товариствами робить питання формування комплексу заходів для попередження спроб ворожого злиття і поглинання важливою складовою частиною організаційно-економічного розвитку вітчизняних акціонерних товариств.

Аналіз публікацій та постановка проблеми. Теоретико-методологічні засади здійснення інтеграційних процесів в корпоративному секторі економіки розглядалися в працях Р.Акоффа [1], Б. Гарретта [2], П. Дюссожа [2], Ю. Іванова [3], Г. Калашнікова [4], Є. Ленського [5], А. Смітюха [6], А. Шермана [7] та ін. Проте, питання забезпечення захисту акціонерного товариства від спроб недружнього злиття-поглинання в умовах ринкової трансформації економіки є не досить дослідженими та вимагають поглибленого вивчення.

Метою дослідження у статті є узагальнення теоретичних підходів та обґрунтування практичних рекомендацій щодо забезпечення захисту акціонерного товариства від спроб недружнього злиття-поглинання.

Виклад основного матеріалу. Злиття акціонерних товариств являє собою специфічну процедуру реорганізації двох або більше юридичних осіб, при якій права та обов'язки кожного з них переходять до створеної юридичної особи відповідно до акта передачі. Отже, необхідною умовою оформлення угоди злиття є створення нової юридичної особи, при цьому нове товариство утворюється на основі двох або декількох діючих раніше АТ, кожне з яких цілком припиняє внаслідок злиття самостійне існування. Нове акціонерне товариство бере під свій контроль всі активи і зобов'язання своїх попередників.

У практиці корпоративних відносин у країнах з розвинутою ринковою економікою під злиттям, майже завжди розуміється об'єднання декількох корпорацій, в наслідок якого тільки одна з них продовжує функціонувати, а інші втрачають свою самостійність і припиняють існування. Така процедура в більшому ступені відповідає існуючому у вітчизняному корпоративному праві поняттю «приєднання». При проведенні приєднання відбувається припинення діяльності одного або декількох юридичних осіб з передачею всіх їхніх прав і обов'язків товариству, до якого вони приєднуються.

З погляду автора, зміст понять „злиття” та „поглинання” можна визначити в такий спосіб. Злиття є процедурою будь-якого об'єднання господарчих суб'єктів, у результаті якого утворюється єдина економічна одиниця з двох або

більш що раніше існували юридичних осіб. Поглинання - процедура одержання повного корпоративного контролю (із придбанням прав власності на частину акціонерного капіталу чи без такого придбання) одного акціонерного товариства над іншим з наступним здійсненням стратегічного та оперативного управління. Усе вищезазначене дає можливість зробити висновок, що зміст процедур злиття-поглинання складається насамперед в одержанні контролю одного акціонерного товариства над іншим. Класифікація основних типів злиттів та поглинань підприємств наведена в табл. 1.

Таблиця 1

Класифікація типів злиттів та поглинань АТ (узагальнено автором)

Показник	Тип злиття-поглинання
Характер інтеграції	горизонтальні (у межах однієї галузі)
	вертикальні (у межах одного технологічного ланцюжка)
	родинні (об'єднання АТ, що виробляють взаємодоповнюючі товари)
	конгломератні (об'єднання підприємств, не пов'язаних між собою економічними чи виробничими зв'язками)
Національна належність	національні
	транснаціональні
Спосіб об'єднання потенціалу	групові (створення корпоративних союзів)
	корпоративні (створення одного акціонерного товариства)
Ступінь добровільності проведення злиття	дружні
	недружні (ворожі)
Умови проведення злиття чи поглинання	злиття на рівних умовах (права власників АТ, що проходять процедуру об'єднання, враховуються в однаковій мірі)
	злиття на нерівних умовах (права власників АТ, що проходять процедуру об'єднання, враховуються в нерівному ступені)
	поглинання (права власників одного чи декількох з АТ, що проходять процедуру об'єднання, майже не враховуються)
Глибина проведення процедури злиття чи поглинання	повне (із припиненням юридичних осіб, що існували)
	часткове (зі збереженням однієї чи декількох юридичних осіб, що існували)

Механізм процедури злиття	скупка акцій АТ (публічна або прихована)
	через одержання доручень на представлення прав акціонерів
	одержання прав на визначення стратегії розвитку підприємства, здійснення оперативного управління, призначення і звільнення вищого керівництва товариства

Ворожі (недружні) злиття-поглинання – це злиття, при здійсненні яких відбувається обмеження прав різних груп учасників корпоративних відносин. Зупинимося докладніше на механізмах поглинання акціонерних товариств: скупка акцій АТ (публічна або прихована); через одержання доручень на представлення прав акціонерів; одержання прав на визначення стратегії розвитку підприємства, здійснення оперативного управління, призначення і звільнення вищого керівництва АТ.

Відкрита скупка акцій АТ (об'єкта поглинання) є найбільш відкритим способом одержання контролю над акціонерним товариством. В цьому випадку підприємство або просто скуповує акції в їхніх власників, або проводить тендер по покупці акцій. При скупівлі акцій злиття найчастіше набуває ворожого характеру, тому що в результаті його вщемляються або можуть бути защемлені права та інтереси більшості груп учасників корпоративних відносин. Проте агресор, що прагне придбати контроль над АТ, може досягнути своєї мети і без скупки акцій - шляхом голосування за дорученням акціонерів. Такі доручення можуть бути отримані через два основні способи: у результаті прямої купівлі права представлення інтересів власників та шляхом прямого чи непрямого тиску на окремих акціонерів, використання їхньої залежності від агресора.

Третій спосіб отримання контролю над АТ – одержання прав на визначення стратегії розвитку товариства, здійснення оперативного управління, призначення і звільнення вищого керівництва товариства. Головним чином це стає можливо завдяки недосконалості діючої в Україні законодавчої і нормативно-правової бази проведення банкрутства, що дозволяє широко застосовувати цю процедуру для перерозподілу прав власності, що істотно

ущемляє інтереси власників, працівників і більшості кредиторів АТ.

У багатьох випадках злиття та поглинання проводяться за взаємною згодою між власниками або вищим управлінським персоналом АТ, яке поглинається і поглинає. У той же час широко розповсюдженою є також практика ворожих злиттів. Тому своєчасне виявлення такої ситуації дуже важливо для збереження контролю над АТ. Виявлення ситуації спроби ворожого злиття забезпечується шляхом моніторингу контрольних показників стану зовнішнього середовища. Про зміни оточення підприємства, пов'язаних зі спробою ворожого злиття, можуть свідчити сильні і слабкі сигнали. До сильних сигналів відносяться: оголошення публічної скупки акцій; ініціація процедури банкрутства АТ структурами і особами, не пов'язаними з підприємством стійкими діловими відносинами; рух прав власності на акції АТ у межах, що роблять істотний вплив на існуючу структуру власності; видача доручень на право представляти інтереси акціонерів структурам і особам, не пов'язаним з підприємством стійкими діловими відносинами та ін.

Виникнення сильних сигналів свідчить про ініціацію ворожого злиття, поява слабких – про можливу підготовку такої спроби. Основними слабкими сигналами є такі: рух прав власності на акції АТ у межах, у яких воно не робить істотного впливу на структуру власності, але перевищує середні значення цього показника в минулому; різкі невинуваті коливання ринкової вартості акцій АТ; періодична поява оголошень про скупку акцій АТ; будь-які дії в області суспільних зв'язків, спрямовані на підрив ділової репутації підприємства; відповідна інформація комерційної розвідки та ін. Усі заходи, що здійснюються АТ, яке піддається спробі ворожого поглинання, для протидії агресору можна розділити на дві основні групи: застосовувані до публічного оголошення про злиття чи поглинання і застосовувані після публічного оголошення про цю угоду.

До першої групи можна віднести наступні основні прийоми.

1. Внесення відповідних змін у статут корпорації чи в її кодекс корпоративного управління („протиаккульні” виправлення).

1.1. „Порядок обрання ради директорів”. Рада поділяється на кілька частин і щороку обирається тільки одна її частина. Також може вимагатися більша кількість голосів для обрання того чи іншого директора.

1.2. „Над-більшість” – затвердження угоди злиття надбільшістю акціонерів, тобто замість звичайної більшості буде вимагатися більша кількість голосів (не менш 2/3, а звичайно 80%).

1.3. „Справедлива ціна”. Даний пункт може обмежувати можливість проведення злиття акціонерами, що володіють більш ніж визначеною часткою акцій, якщо не сплачується справедлива ціна (обумовлена формулою чи відповідною процедурою оцінки).

2. Зміна місця реєстрації акціонерного товариства. З огляду на різницю в законодавстві окремих регіонів, обирається таке місце для реєстрації, у якому можна простіше провести „протизагарбні” зміни в статут і полегшити собі судовий захист, або вибирається той регіон у якому акціонерне товариство, що поглинається, має можливість використання „адміністративного ресурсу”.

3. „Отрутні пігулки”. Ці міри застосовуються АТ для зменшення своєї привабливості для потенційного „агресора”. Наприклад, для існуючих акціонерів випускаються такі права, які у випадку скупки значної частки акцій загарбником можуть бути використані для придбання звичайних акцій АТ за низькою ціною (звичайно це половина ринкової ціни). У випадку злиття права можуть бути використані для придбання акцій агресора.

4. „Золоті парашути” – передбачені компенсації вищому керівництву АТ у випадку примусового їхнього звільнення. Часто такі виплати можуть перевищувати вигоду від злиття для агресора.

5. Випуск акцій з особливими правами при голосуванні. Поширення звичайних акцій нового класу з особливими правами дозволяє керівництву підприємства – „мішені” одержати більшість голосів без володіння більшою часткою акцій [4].

6. Викуп з використанням позикових коштів. Покупка АТ чи його

підрозділу групою приватних інвесторів із залученням високої частки позикових коштів. Акції АТ, що викуповують таким способом, більш не будуть вільно продаватися на відкритому фондовому ринку. Якщо при викупі акціонерного товариства цю групу очолюють її вищі керівники, то таку угоду називають „самовикупом”.

7. Виділення „Ласих шматочків”. Структурні підрозділи АТ, які є найбільш привабливими для агресора, можуть бути виділені в окремі юридичні особи (дочірні підприємства), акції яких не будуть вільно обертатися на ринку.

8. Захист реєстру акціонерів від несанкціонованого доступу. При використанні надійного реєстратора зменшується імовірність потрапляння інформації про акціонерів до агресора і, таким чином, ускладнюється викуп акцій.

До другої групи заходів, використовуваних вже після публічного оголошення про вороже поглинання чи злиття відносяться наступні ключові прийоми.

1. Захист Пекмена – контрнапад на акції агресора.

2. Переслідування дій агресора в судовому порядку. Порушується судова справа проти загарбника за порушення антимонопольного законодавства чи законодавства про цінні папери.

3. „Зелена броня”. Деякі акціонерні товариства роблять агресору пропозицію про зворотний викуп із премією – пропозицію про викуп своїх акцій за ціною, що перевищує ціну, що сплатив за ці акції агресор.

4. Оформлення контрактів на управління. Підприємство укладає зі своїм управлінським персоналом контракти на управління, у яких передбачається висока винагорода за роботу. Це є досить ефективним засобом збільшення ціни АТ що поглинається, тому що вартість „золотих парашутів” у цьому випадку істотно зростає.

5. Реструктуризація активів. Покупка активів, що не відповідають цільовим настановам агресора чи покупка яких приведе до ініціації антимонопольного переслідування.

6. Додаткова емісія. Випуск акцій для дружньої третьої сторони чи збільшення числа акціонерів.
7. Викуп акцій із премією в акціонерів.
8. Злиття з „білим лицарем”. Як останню спробу захиститися від поглинання можна використовувати варіант об'єднання з „дружнім підприємством”, якого звичайно називають „білим лицарем”.
9. Створення перешкод для участі агресора в зборах акціонерів АТ.
10. Швидке проведення консолідації роз'єднаних пакетів акцій.
11. Проведення переговорів з агресором і включення її в окремий фінансово-технологічний ланцюжок.
12. Захист АТ через систему суспільних зв'язків (PR).

Висновки та перспективи подальших досліджень. Формування механізму захисту від ворожого злиття особливо важливо для вітчизняних акціонерних товариств. Це обумовлено слабким ступенем розвитку корпоративних відносин в Україні, тиском великих транснаціональних корпорацій на ринки країн із трансформаційною економікою. Таким чином, формування комплексу заходів для попередження спроб ворожого злиття і поглинання є важливою складовою частиною організаційно-економічного розвитку вітчизняних АТ.

Напрямки подальших досліджень проблем забезпечення захисту АТ від спроб недружнього злиття-поглинання пов'язані із необхідністю розширення методичної та інструментальної бази моніторингу зазначених процесів.

Література

1. Акофф Р.Л. Планирование будущего корпорации: Пер. с англ. / Р.Л. Акофф. – М.: Сирин, 2002. – 256 с.
2. Гарретт Б. Стратегические альянсы: Пер. с англ. / Б. Гарретт, П. Дюссож. – М.: ИНФРА-М, 2002. – XX, 332 с.
3. Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и

- тактика трансформації бізнеса. / Ю.В. Иванов. – М.: Альпина Паблішер, 2001. – 244 с.
4. Калашников Г.О. Слияние и поглощение компаний по праву Евро-пейского Союза. / Г.О. Калашников. – М.: Междунар. отношения, 2007. – 264 с.
 5. Ленский Е.В. Корпоративный бизнес / Е.В. Ленский.; Под ред. О.Н. Сосковца. – Мн.: "Армита-Маркетинг", 2001. – 480 с.
 6. Смітюх А.В. Заходи щодо протидії акціонерного товариства корпоративному рейдерству: системний підхід / А. В. Смітюх. // Вісник ОНУ. – 2007. – Том 12, випуск 12. – с. 70-78
 7. Sherman A. J. Mergers and acquisitions from A to Z: strategic and practical guidance for small- and middle-market buyers and sellers. / A.J. Sherman. – AMACOM. – 1998. – 272 p.