

ОРГАНИЗАЦИЯ ЗАЩИТЫ ОТ ПОГЛОЩЕНИЙ КАК ФОРМЫ КОРПОРАТИВНОГО КОНФЛИКТА В ЗАРУБЕЖНОЙ И РОССИЙСКОЙ ПРАКТИКЕ*

© 2021 И.Ю. Беляева, О.В. Данилова, К.В. Усков**

В статье рассматриваются особенности организации защиты от поглощений в зарубежной и российской практике. Проанализированы специфика проявления корпоративных конфликтов, способы поглощений; сформулированы выводы об эффекте от применения защитных механизмов и особенностях восприятия данных процессов в России и за рубежом. Разные компании применяют различную степень защиты, и вопрос, почему так происходит, остается открытым. Ни одна стандартная теоретическая модель пока не определила, что объясняет наблюдаемые различия в степени защиты компаний от поглощений и каким образом компании выбирают необходимую для них степень защиты.

Ключевые слова: акционерная собственность, корпорация, корпоративные отношения, корпоративные конфликты, корпоративный контроль, корпоративное управление, поглощение, защита от поглощения.

Основные положения:

- ◆ проведен сравнительный анализ зарубежного и российского опыта организации защиты от недружественных поглощений;
- ◆ оценен эффект от применения защитных механизмов в зарубежной и российской практике.

Введение

В зарубежной практике поглощения представляют собой, возможно, наиболее яркий пример конфликта интересов между акционерами и менеджерами. Как правило, акционеры поддерживают поглощения; их заинтересованность заключается в том, чтобы получить прибыль (дивиденды), и они стремятся к тому, чтобы цена предложения о покупке компании была значительно выше рыночной. С другой стороны, менеджеры обычно проигрывают в случае поглощения компании; ими движет риск потери работы или риск быть переведенными на более низкие должности в новой компании. Таким образом, менеджеры стремятся предотвратить такого вида поглощения. Российская практика поглощений отличается от зарубежной,

и это связано с концентрированной структурой акционерного капитала российских компаний, с особенностями корпоративных отношений. Решение о поглощении принимает единственный собственник, который, как правило, не стремится потерять контроль над компанией. В связи с этим возникают разные трактовки термина недружественного поглощения, в зарубежной практике оно направлено против топ-менеджмента компании-цели, в российской – против крупного собственника¹.

Задачи данной статьи:

- ◆ сравнить зарубежный и российский опыт организации защиты от недружественных поглощений;
- ◆ оценить эффект от применения защитных механизмов.

* Статья подготовлена в рамках научно-исследовательской работы «Развитие отношений собственности в современном обществе».

** Беляева Ирина Юрьевна, доктор экономических наук, профессор. E-mail: IBelyaeva@fa.ru; Данилова Ольга Викторовна, доктор экономических наук, профессор. E-mail: ODanilova@fa.ru; Усков Кирилл Вячеславович, кандидат экономических наук, доцент. E-mail: KVUskov@fa.ru. – Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва.

Методы

В ходе исследования применялся системный, факторный, сравнительный анализ. Были проанализированы эмпирические исследования, связанные с проведением защитных мероприятий от поглощений; практика приобретения корпоративного контроля (анализ основных способов поглощений в зарубежной и российской практике).

Результаты

Наиболее часто к защитным мероприятиям от поглощений прибегают американские компании, также в США представлена обширная научная литература по данной тематике. В связи с этим защитные механизмы, применяемые корпорациями в других странах, как правило, адаптируются к применению американского опыта.

Проведенный анализ зарубежной практики позволил выделить основные особенности организации защиты от поглощений:

- 1) как правило, защиту от поглощений внедряют публичные компании;
- 2) защитные процедуры базируются на нормах законодательства и прецедентной судебной системе;
- 3) высший исполнительный орган и собственники компании-цели активно взаимодействуют после объявления тендерного предложения субъектом поглощения.

Говоря о классификации методов защиты, отметим, что в зарубежной практике их разделяют:

- ◆ на превентивные методы, применяемые до тендерного предложения (внутренние корпоративные превентивные методы);
- ◆ активные методы, применяемые после объявления о намерении поглощения компании-цели (внутренние активные корпоративные методы)²;
- ◆ внешние институциональные превентивные методы (практически по всем внешним методам защиты в разных странах (в США – в отдельных штатах) приняты соответствующие нормативные акты)³.

Ключевая идея «отравленной пилюли» (основной способ защиты от поглощений в зарубежной практике) заключается в том, что она сдерживает потенциального поглотителя от

скупки акций компании-цели, делая поглощение невыгодным. «Отравленные пилюли» обычно бывают двух видов: «flip-in» и «flip-over». Каждый вид обладает схожими эффектами, как правило, они применяются вместе. Когда «flip-in» приведены в действие, они дают право акционерам компании-цели – в отличие от поглотителя и его филиалов – покупать дополнительные акции компании-цели по цене ниже фактической. Покупая новые акции компании-цели со скидкой, существующие акционеры компании-цели размывают доли акций в компании-цели потенциального покупателя. Такие права обычно вступают в силу в момент достижения поглотителем особого порога владения акциями компании-цели, между 10% и 20% акций в сумме. «Flip-over» похожи на «flip-in», за исключением того, что вместо получения дополнительных прав акционерам компании-цели (не включая поглотителя и его филиалы) по покупке акций компании-цели по ценам ниже рыночных они дают право акционерам покупать акции поглотителя в случае слияния двух компаний.

Таким образом, оба вида «отравленных пилюль» представляют опасность для поглотителя. Соответственно, поглотители осторожны с точки зрения применения «отравленных пилюль», т.е. с точки зрения приобретения достаточной доли акций. Покупатели на торгах по существу никогда не приобретают современные «отравленные пилюли». Пока «отравленные пилюли» остаются на месте, поглощение компании-цели фактически невозможно.

«Отравленные пилюли» также имеют дополнительную возможность: они являются предметом выкупа акций. Такой выкуп обеспечивает право совета директоров компании-цели делать поглощение более прозрачным. Однако это ведет к тому, что совет директоров и суды должны дать теоретическое обоснование к принятию такого решения. Тем самым, «отравленные пилюли» заставляют принять все это во внимание в борьбе за контроль управления компанией.

Следовательно, когда компания-цель применяет «отравленные пилюли», покупатель будет пытаться убедить совет директоров компании-цели аннулировать «отравленные пилюли». Это может произойти путем проведения пря-

мых переговоров с советом директоров или проведения переговоров с менеджерами компании-цели с целью попытки завоевать их поддержку. Если попытки покупателя имеют успех, совет директоров выкупает «отравленные пилюли» и покупатель продолжает поглощение. Если покупатель терпит неудачу в данной попытке, то следующий вариант – попытаться получить контроль над компанией-целью путем покупки контрольного пакета акций, тем самым осуществив борьбу за контроль в сочетании с тендерным предложением. Если борьба за контроль успешна, акционеры избирают новый совет директоров, который затем ликвидирует «отравленные пилюли», предоставляя путь к поглощению.

В отличие от зарубежной практики, в российском законодательстве не закреплен термин «поглощение» и, соответственно, отсутствуют четко прописанные защитные процедуры. В связи с различиями законодательных

баз разных стран и особенностями корпоративных отношений методы защиты от поглощений, применяемые за рубежом, труднореализуемы и не обладают такой эффективностью для российских компаний⁴.

Это связано в том числе с особенностями корпоративных отношений, корпоративных конфликтов и с особенностями способов поглощений в России. Инструменты приобретения корпоративного контроля в российской практике отличаются от зарубежного опыта. Данные методы получения контроля не соотносятся со стандартными критериями, принятыми в международной практике. Применяются, в частности, противозаконные действия – рейдерские захваты⁵. По данной причине действия менеджмента и (или) собственников компании-цели отличаются, защитные механизмы применяются и непубличными компаниями.

В связи с многообразием способов поглощений и с особенностями корпоративных от-

Методы защиты от поглощений	
Превентивные методы защиты	Активные методы защиты
Обеспечение информационной безопасности компании	Реорганизация компании
Контроль реестра акционеров	Изменение структуры капитала
Приведение учредительных и корпоративных документов в соответствие с требованиями законодательства	Передача акций в залог или заклад
Устранение во внутренних документах компании положений, которые могут трактоваться по-разному и привести к корпоративным конфликтам	Поиск альтернативного покупателя («белого рыцаря»)
Создание стратегического альянса	Введение административных ограничений деятельности субъекта поглощения
Формирование дополнительных требований к позиции единоличного исполнительного органа	Информационное воздействие (применение «асимметричных» методов защиты)
Передача акций мажоритарных акционеров номинальному держателю	Продажа или приобретение активов
Формирование консолидированного пакета акций	Переоценка активов
Перекрестное владение акциями	Изменение места регистрации компании
Диверсификация активов	Оформление кредиторской задолженности на аффилированные структуры компании-цели
Обеспечение безопасности руководителей и ключевых сотрудников	Эмиссия нового долга с правом погашения в случае изменения контроля над компанией и прочие изменения в капитальной структуре компании
Организация службы экономической безопасности	Распространение выгодной информации среди акционеров

Рис. Превентивные и активные методы защиты от поглощений в российской практике

ношений в российской практике компании используют широкий спектр методов и инструментов защиты от недружественных действий субъекта поглощения, некоторые из которых отображены на рисунке.

Обсуждение

За рубежом нет общего сложившегося мнения о том, что методы защиты от недружественных поглощений обладают системной эффективностью. Некоторые считают, что они защищают менеджмент от негативного влияния акционеров. Другие утверждают, что они дают акционерам компании-цели дополнительные возможности, которые заключаются в праве извлекать большие прибыли. Остальные же полагают, что для акционеров компании-цели лучше, чтобы покупатель вел переговоры с советом директоров их компании, вместо того чтобы напрямую скупать их акции.

Эмпирические исследования эффекта, который дает организация защиты компании от поглощения, демонстрируют различные меняющиеся результаты. Таким образом, существует дискуссия насчет того, являются методы защиты выгодными или наносящими ущерб и для каких участников корпоративных отношений.

Смена корпоративного контроля должна подразумевать, что собственники (акционеры, инвесторы) в ее результате получают премию за свои акции. Кроме финансовой выгоды для акционеров, ситуация с недружественными поглощениями должна дисциплинировать действия менеджмента. Несмотря на разные точки зрения, окончательное решение о смене корпоративного контроля должно приниматься собственниками бизнеса. Существует мнение, что защитные механизмы, которые разрабатываются менеджментом, лишают акционеров права финансовой выгоды⁶.

«Отравленные пилюли» дают право акционерам компании-цели извлечь выгоду от поглощения путем поручительства заинтересованных лиц внутри компании. Даже несмотря на то, что эти лица являются агентами акционеров, важная информация, которой они владеют, и высокое доверие, которым они обладают, в конечном счете могут способствовать получению прибыли собственниками.

В зарубежной практике, несмотря на то, что заинтересованные лица внутри компании в основном предпочитают более высокую степень защиты компании, чем акционеры, степень защиты от недружественных поглощений будет отличаться, в зависимости от взаимодействия между несколькими факторами. Существующее многообразие способов защиты согласуется и с теориями, по которым акционеры определяют степень защиты, и с теориями, где менеджеры определяют такой выбор. Выбор степени защиты обусловлен взаимосвязью нескольких факторов, но компании, которые поглотитель может купить с большей вероятностью, зачастую избирают более высокую степень защиты от поглощения. Более того, модели подразумевают, что внимание к защите компании от поглощения, интересы акционеров и инсайдеров компании расходятся в зависимости от их уровня развития. Стоит отметить, что в России подобные исследования не проводились; также в связи с особенностями способов поглощений их восприятие разными участниками корпоративных отношений отличается.

Заключение

В научных работах существует спор на тему социальных выгод от применения методов защиты от поглощений. Некоторые недооценивают их, утверждая, что они только служат выгодой для менеджеров посредством удерживания поглощения, таким образом препятствуя рынку корпоративного контроля. Другие авторы отмечают, полагаясь на эмпирические исследования «отравленных пилюль», что они в значительной степени не снижают частоту совершения поглощений.

Эффект от их применения также неоднозначен. Авторы развивают идею того, что поглощениями движет эффект синергии, который получает покупатель путем поглощения компании-цели, и такая синергия представляет определенные социальные выгоды. Однако остается вопрос, определяют ли поглощения степень развития экономики.

Кроме того, отмечается, что покупатели в общем случае инициируют корпоративные поглощения, они осуществляют дополнительные поиски и тем самым терпят транзакционные издержки. Создавая высокие прибыли акцио-

нерам компании-цели, «отравленные пилюли» снижают возможность поглощения, уменьшая инициативу покупателя к осуществлению поиска целей поглощения. Тем самым, «отравленные пилюли» способствуют сокращению числа поглощений и сопровождаются дополнительным социальным ущербом.

Защитники применения «отравленных пилюль» отвечают на эту критику аргументом, что де-факто «отравленные пилюли» создают торги, которые дают возможность наиболее ценному покупателю (покупатель, который достиг бы наибольшей синергии от поглощения) купить компанию-цель.

Разные публичные компании применяют различную степень защиты, и вопрос, почему так происходит, остается открытым. Ни одна стандартная теоретическая модель пока не определила, что объясняет наблюдаемые различия в степени защиты компаний от поглощений и каким образом компании выбирают необходимую для них степень защиты.

В связи с этим применяемые методы защиты от поглощений в зарубежной и российской практике отличаются, отличается и восприятие данных процессов.

¹ См.: *Беляева И.Ю., Данилова О.В., Федотова М.А.* Корпоративная собственность: тенденции раз-

вития и риски управления // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. 2019. № 4. С. 133–139; *Беляева И.Ю., Данилова О.В., Усков К.В.* Влияние отношений собственности на элементы корпоративного управления в российских компаниях // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: Экономика. 2019. № 4. С. 7–13.

² *Заикин В., Калашников Г.* Мировая и российская практика защиты от недружественных поглощений // Управление компанией. 2004. № 7. URL: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-7/3.shtml> (дата обращения: 12.06.2021).

³ *Громова Е.В.* Зарубежный опыт формирования стратегии защиты от рейдерства // Известия высших учебных заведений. Поволжский регион. Общественные науки. 2009. № 3. С. 130–140.

⁴ *Согрина Н.С.* Особенности недружественных поглощений (рейдерства) в трансформируемой экономике : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.01. Челябинск, 2010. 24 с.

⁵ *Радыгин А.Д., Этнов Р.М.* Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе // Институт экономики переходного периода. Москва, 2002. 154 с.

⁶ *Инвестиции в странах БРИК. Оценка риска и корпоративного управления в Бразилии, России, Индии и Китае / под ред. С. Бородиной.* Москва : Альпина Паблишер, 2010. 356 с.

Поступила в редакцию 29.06.2021 г.

**ORGANIZATION OF PROTECTION AGAINST ACQUISITIONS
AS FORMS OF CORPORATE CONFLICT
IN FOREIGN AND RUSSIAN PRACTICE***

© 2021 I.Yu. Belyaeva, O.V. Danilova, K.V. Uskov**

The article discusses the features of the organization of protection against acquisitions in foreign and Russian practice. The specifics of the manifestation of corporate conflicts, methods of acquisitions are analyzed, conclusions are formulated about the effect of the use of protective mechanisms and the peculiarities of the perception of these processes in Russia and abroad. Different companies apply different degrees of protection, and the question of why this happens remains open. No standard theoretical model has yet determined what explains the observed differences in the degree of protection of companies from acquisitions and how companies choose the degree of protection necessary for them.

Keywords: joint-stock property, corporation, corporate relations, corporate conflicts, corporate control, corporate governance, acquisition, protection from acquisition.

Highlights:

- ◆ a comparative analysis of foreign and Russian experience in organizing protection against unfriendly acquisitions is carried out;
- ◆ the effect of the use of protective mechanisms in foreign and Russian practice is evaluated.

Received for publication on 29.06.2021

* The article was prepared as part of the research work «Development of property relations in modern society».

** Irina Yu. Belyaeva, Doctor of Economics, Professor. E-mail: IBelyaeva@fa.ru; Olga V. Danilova, Doctor of Economics, Professor. E-mail: ODanilova@fa.ru; Kirill V. Uskov, Candidate of Economics, Associate Professor. E-mail: KVUskov@fa.ru. – Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow.