

# ПРАВОВЕ ТА ОРГАНІЗАЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПРОТИДІЇ ЗЛОЧИННОСТІ

УДК 342.951:351.82

*Андрущенко Ігор Григорович* —  
доцент кафедри економіко-правових  
дисциплін Національної академії  
внутрішніх справ, кандидат юриди-  
чних наук, доцент

## Злиття і поглинання компаній як об'єктивне явище розвитку ринкової економіки України

*Статтю присвячено дослідженню процесів злиття і поглинання компаній. Розглянуто найбільш поширені способи ворожого придбання компаній у світовій практиці. У прикінцевій частині статті викладено позитивні та негативні наслідки ворожого поглинання в Україні та світі, а також зв'язок консолідації капіталів з корупційними проявами.*

**Ключові слова:** злиття і поглинання компаній, корпоративний контроль, вороже поглинання, корупція.

Понад 90 % операцій щодо злиття і поглинання (далі – ЗіП) компаній здійснюється за умови спільної згоди сторін й без зайвого розголосу, тому як не лише гроші, але і ринкові котирування акцій люблять тишу. Такі ЗіП називаються дружніми.

Наразі існують декілька можливих мотивів або причин, за якими компанії здійснюють ЗіП. Одним з найбільш поширених мотивів є розширення. Придбання іншої компанії, наприклад, у фінансовій сфері, куди хоче проникнути компанія-покупець, може бути швидшим шляхом розширення, ніж розширення внутрішнє. Поглинання конкретної компанії може дати певні синергетичні вигоди набувальнику, коли два види фінансової діяльності доповнюють одна одну, наприклад, банківська установа та страхова компанія. Проте, поглинання може бути і части-

ною програми диверсифікації, яка дозволяє компанії перейти до інших видів підприємницької діяльності.

Прагнучи до розширення, компанії, які залучені у ЗіП, посиляються на бажання отримати синергетичний ефект як на одну з причин операції. Синергія існує, коли сума доданків продуктивніша та цінніша, ніж окремі компоненти.

Окремі операції ЗіП мотивуються фінансовими чинниками. Наприклад, фінансовий аналіз, який здійснюється покупцем, може виявити, що мета недооцінена. Це означає, що вартість компанії для покупця значно перевершує її ринкову вартість, навіть коли до ціни поглинання додається премія, яка зазвичай асоціюється зі зміною у контролі.

Також можуть мати місце у вирішенні питання стосовно ЗіП компаній й інші мотиви, наприклад, податкові.

Події ж, які у переважній більшості випадків стають надбанням громадськості, називаються ворожими (недружніми) поглинаннями. Вони відрізняються від дружніх лише опором менеджменту корпорації-мети даному поглинанню. Причини такого опору з юридичної точки зору не важливі, але в умовах кризового стану економіки можуть досягнути загальнодержавного рівня.

Якщо набувальнику все ж таки вдається захопити дану компанію, то новий власник (власники), як правило, звільняє її колишніх керівників. Власність же (акції) переходить від колишніх акціонерів до нинішніх у повній відповідності з нормами обігу цінних паперів, прийнятими в країні знаходження компанії-мети. Вся процедура повністю законна [1, с. 23].

Необхідно підкреслити, що корпоративний контроль є одним із найважливіших аспектів процесу ЗіП. Причини інтересу компанії-набувальника в отриманні корпоративного контролю над об'єктом поглинання можуть бути наступні:

- необхідність придбання, що обумовлена стратегічним планом компанії;
- недооцінка акцій об'єкту поглинання на ринку;
- наявність невикористаного боргового потенціалу об'єкту поглинання.

Бажаним наслідком угоди про ЗіП є мінімізація (скорочення) витрат, розширення масштабу діяльності, доступ на нові ринки капіталу та праці, інтеграція технологій тощо. У результаті придбання реалізується прибуток від синергії.

Залежно від результату можна виділити 4 види угод щодо ЗіП компаній. У першому випадку – обидві компанії зберігають свій статус, у другому – одна компанія поглинає іншу, в третьому – злиття проходить на паритетних умовах і в четвертому – формується нова

юридична особа, яка стає сильнішою, ніж сума об'єднаних компаній (трансформація).

Стосовно мети та способу (перепродаж, викуп контрольного пакету акцій тощо) придбання бувають:

— дружніми – наприклад, стратегічне поглинання (strategic buyout) – офіційна пропозиція про придбання підтримується керівництвом компанії, що поглинається, а злиття відбувається на підставі аналізу вигоди від об'єднання;

— ворожими (агресивними) – недружнє придбання (hostile takeover) – компанія-поглинач (reider) пропонує акціонерам набуваючої компанії тендерну пропозицію про купку акцій, а виконавчий орган компанії з цією пропозицією не згоден і протидіє.

Окремо слід зазначити, що серед основних різновидів ворожого придбання компаній у світовій практиці зафіксовані:

— поступове скуповування акцій, що направлене на зміну небажаних членів виконавчого органу або обмін акцій, при якому акціонерам набуваючої компанії пропонується обміняти свої акції на акції компанії-мети. Це відбувається шляхом надання тендерної пропозиції (tender offer) або здійснення купки акцій на фондовому ринку (stock market acquisitions);

— раптове поглинання (blitzkreig tender offer) – швидке скуповування акцій (bust-up takeover), викуп контрольного пакету акцій із залученням застави (leveraged buyout). Активи компанії, що поглинається, продаються для виплати боргу, який виник у результаті фінансування поглинання;

— “ведмежі обійми” (bear hug) – одна з найпопулярніших тактик в англосакській системі права. Здійснюється, зазвичай, шляхом надсилення листа виконавчому органу компанії-мети з повідомленням про заплановане поглинання і з вимогою ухвалити необхідне рішення швидко (іноді в межах декількох годин). Якщо ж відповіді не буде або вона не влаштує компанію-набувальника, остання може звернутися безпосередньо до акціонерів компанії-мети. При цьому компанія, яка здійснює поглинання, прагне змінити директорів і менеджерів, які не бажають з нею співпрацювати;

— “білий лицар” (white knight) – після отримання компанією інформації про те, що її бажають придбати, вона може запросити так званого “білого лицаря”. “Білий лицар” – це дружня компанія, привілеєм якої є закритий опціон – можливість придбання додаткової частини статутного капіталу об'єкту поглинання за ціною, нижчою за номінальну;

— “стратегія леді Макбет” (Lady Macbeth Strategy) – тактика поглинання, коли компанія спочатку виступає в ролі “білого лицаря”,

а потім об'єднується з компанією, яка є ініціатором процесу поглинання [2, с. 68–69].

Варто наголосити, що ворожі поглинання традиційно вважаються хворобою англо-американського світу. Тому головні зусилля правового регулювання в цих державах спрямовані на закріплення рівності акціонерів, установлення вимоги на обов'язкову пропозицію придбання акцій компанією-покупцем, з моменту придбання нею певного відсотку акцій, забезпечення акціонерів достатньою інформацією та часом для прийняття зваженого рішення щодо ухвалення чи відхилення пропозиції про поглинання. Це трапляється тому, що вороже поглинання викликає питання, хто в компанії-набувальнику ухвалюватиме рішення про таке поглинання. Імовірно, рішення могло б бути ухвалено радою директорів (директором) компанії, але вона буде застосовувати всілякі засоби для попередження поглинання компанії або так звані “захисні засоби”, адже зміна контролю ймовірно призведе до зміни керівництва. Проте, як доводить практика, при цьому інтереси дрібних акціонерів можуть бути порушені, оскільки вони залишаються у меншості, ціна на їхні акції впаде, і навіть якщо вони захочуть вийти з компанії, навряд чи в них буде можливість отримати за свої акції достатнє відшкодування. Тому законодавство, що регулює ворожі поглинання, переважно спрямовано на регулювання застосування таких захисних засобів радою директорів компанії, на забезпечення рівності всіх акціонерів через регулювання порядку придбання акцій в акціонерів компанії-мети та сплати за такі акції однакової та справедливої ціни, а також на надання акціонерам достатньої та вчасної інформації про поглинання.

Зауважимо, що в державах континентальної Європи ворожі поглинання не так широко відомі. Наприклад, у Німеччині чи Франції інституційні інвестори характеризуються більшим ступенем стабільності, ніж у державах англосаксонської системи. У Німеччині інвестори відомі як такі, що зорієнтовані на довгострокові капіталовкладення, саме тому ворожі поглинання були тут дуже нечисленними випадками [3]. Важливо пам'ятати, що такий стан речей не передбачає створення детальних правил, які регулюють ворожі поглинання у континентальній Європі, й, таким чином, констатує головну відмінність від системи регулювання у Великій Британії та США. Саме ця відмінність спричинила численні дебати стосовно встановлення єдиного регулювання поглинань в Європі у вигляді Тринадцятої директиви. Причини для цього різняться, починаючи з припущення, що в англо-американському світі ворожі поглинання є ознакою короткостроковості інвестиційних намірів його інвесторів, на відміну від довгострокових намірів інвесторів континентальної Європи. Теорія інституційних інвестицій вважає, що

інвестори у Великій Британії прагнуть швидкого прибутку і тим самим сприяють ворожим поглинанням [4].

Серед інших причин, що сприяють ворожим поглинанням в англо-американській моделі, – розпорошене володіння акціями публічних акціонерних товариств та їх вільний обіг. Ці фактори дозволяють інвесторам посилити свій вплив за рахунок збільшення ризиків під час здійснення інвестицій. Свою роль у цьому також відіграють дії широко відомих корпоративних покупців акцій, котрі прославились завдяки своїй здатності провертати операції з великими пакетами акцій на ринку цінних паперів Великої Британії. У той самий час структура інституційних інвесторів, скажімо, у Німеччині та Франції, характеризується більшою стабільністю та не сприяє виникненню ворожих поглинань, що, як наслідок, позначається на відповідному правовому регулюванні [5, с. 218–219].

Грунтуючись на вищевикладеному, слід констатувати:

— вороже поглинання, точніше, корпоративний рейд як вид боротьби за корпоративний контроль над компанією в колективно-пайовій або акціонерній власності з'являється разом з цими видами власності та властивий їм як родова ознака, але проявляється лише в специфічних умовах фази розвитку ринку;

— щоб вороже поглинання з проблеми окремої компанії стало проблемою суспільною – разом повинні збігтися декілька причин, зокрема:

а) наявність джерела вільного фінансування, яке не санується традиційними фінансовими інструментами;

б) наявність групи цілеспрямованих і грамотних фахівців, які не знаходять собі застосування та визнання у традиційних структурах бізнесу або державної служби;

в) наявність у даної групи фахівців реваншистських ідей стосовно старшого покоління;

г) наявність значної кількості компаній з неефективним менеджментом;

д) наявність великої кількості недооцінених ринком ліквідних активів;

— постановка проблеми відносно ворожого поглинання заявлена навіть не з юридичної, а з моральної точки зору, та як давно відомо, в бізнесі немає нічого особистого – тільки справа. У США, де за двадцять років факти ворожого поглинання набули недоброї слави, у 90-і роки минулого століття визнали, що ці процеси сприяли тому, що в Америці:

а) покращилось корпоративне управління;

б) менеджмент і контрольні власники стали більш толерантно ставитися до міноритарних акціонерів, менше порушувати їхні права;

в) у корпораціях зменшилася кількість порушень з фінансовою документацією;

г) стало менше відхилень від статутних процедур;

д) відбувся остаточний поділ оперативного управління компанією й управління власністю;

— відносини ворожого поглинання до чинного законодавства торкаються лише з одного боку: якщо закон не порушений, то дії будь-якого громадянина чи компанії – законні. Якщо ж законодавство порушено, то будь-який громадянин чи посадова особа повинні відповідати перед судом саме за конкретний злочин чи порушення закону, а не за вороже поглинання як промисел;

— хоча наше вітчизняне корпоративне законодавство і не є досконалим та інколи містить норми ще радянського корпоративного права, проте сучасна Україна володіє достатнім цивільним і кримінальним інструментарієм, щоб переслідувати за законом злочинців та корумпованих чиновників. Нині проблема ворожого поглинання полягає не в недоліку правотворчості, а в порочній практиці правозастосування, яка дісталася нам у спадок;

— інформаційна кампанія у ЗМІ, яка ведеться, приблизно, з 2000 року з метою формування у суспільній свідомості негативного ставлення до ворожого поглинання як головної проблеми сучасного стану вітчизняної економіки, оминає основну ваду нинішнього етапу розвитку нашої держави – корупцію та проблему обдурених пайовиків. Якби на кожному етапі ворожого поглинання не можна було отримати корумповану незаконну платну послугу — воно було б неможливе. Не поглинання породжує корупцію, а корупція породжує вороже поглинання, бо вона з'явилася раніше, і сучасні вітчизняні корупціонери не чекають хабар, а активно його вимагають;

— широке використання ворожого поглинання вітчизняними можновладцями у своїх політичних цілях. Ухвалення окремого законодавчого акту про заборону ворожих поглинань неминуче призведе до падіння іміджу та ізоляції України на міжнародній арені, а також завдасть значної шкоди національній економіці, так як це шлях до стагнації економіки;

— навіть невпевнені спроби з боку держави хоча б якось зменшити зростання ворожого поглинання практично миттєво скоротили його у рази. Достатньо виявилось лише попереднього інформування правоохоронними органами про те, що держава та влада на місцях стежить за розвитком конфлікту, щоб корупційна послуга у такому всенародно відомому конфлікті інтересів не надавалася;

— активізація ворожих поглинань, яка відбулася протягом останніх років майже по всій території України, була викликана об'єктивними еко-

номічними причинами, зокрема: капіталізація багатьох корпорацій виявилася необґрунтовано недооцінена у порівнянні з вартістю будівель у їх власності та земельних ділянок, які вони займали. За кілька років така диспропорція трохи вирівнялася, і потенційних об'єктів для поглинань стало набагато менше. Ворожі поглинання виявилися відмінним ринковим регулятором;

— нині активність щодо ворожого поглинання переміщується в регіони, зокрема, у східному напрямі. Саме промислово-розвинені регіони і стануть наступною метою для демонстрації знань права, технології та вміння перерозподіляти ліквідні активи;

— вороже поглинання започаткувало нову галузь економічних послуг — захист компаній від таких поглинань. Частина компаній, що спеціалізувалися на ворожих поглинаннях успішно перепрофілювалася у захисників, і доволі успішно завоювали свою нішу на ринку;

— наявність корпоративного ворожого поглинання — фермент ринкової економіки, який тримає хороший менеджмент в конкурентному тонусі, а неефективний — витискує з ринку та покращує корпоративне управління в цілому;

— нині в Україні рівень та якість процесів ЗіП практично нічим не відрізняються від загальносвітового рівня розвинених країн світу [6, с. 199–200].

На завершення варто наголосити, що в сучасних умовах у державі відбувається консолідація промисловості у вертикально інтегровані групи, що, в свою чергу, буде сприяти запобіганню та протидії від ворожого поглинання компаній. Знищити вороже поглинання можливо лише разом з ринковою економікою. Тож, процеси ЗіП, встановлення всупереч діючому в компанії менеджменту стороннього корпоративного контролю — супутнє явище ринкової економіки, і майбутній розвиток нашої країни неможливий без даних процесів.

### *Список використаних джерел*

1. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан ; [пер. с англ.]. — [2-е изд.]. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. — 741 с.
2. Правовые аспекты слияния и поглощения в Украине : [практ. пособие] / [Александров Д. К., Бартошук А. В., Войцеховская И. А. и др.]. — К. : Юрид. практика, 2006. — 120 с.
3. Eddy Wymeersch. Problems of the Regulation of Takeover Bids in Western Europe : A Comparative Survey / Eddy Wymeersch. — European Takeovers. — 1995. — P. 93–98.
4. Ross Cranston. The Rise and Rise of the Hostile Takeovers, in Hopt and Wymeersch [eds] / Ross Cranston. — European Takeovers Law and Practice. — 1992. — P. 88–94.

5. Кібенко О. Право товариств (company law) : порівняльно-правовий аналіз acquis Європейського Союзу та законодавства України / Кібенко О., Пендак Сарбах А. ; [упоряд. Г. Друзенко] ; [за наук. ред. О. Кібенко]. — К. : Юс-тініан, 2006. — 496 с.

6. Борисов Ю. Д. Рейдерские захваты. Узаконенный разбой / Ю. Д. Борисов. — СПб. : Питер, 2008. — 224 с.

*Статья посвящена исследованию процессов слияния и поглощения компаний. Рассмотрены наиболее распространенные способы враждебного приобретения компаний в мировой практике. В последней части статьи изложены позитивные и негативные последствия враждебного поглощения в Украине и мире, а также связь консолидации капиталов с коррупционными проявлениями.*

*The article is devoted to the research of the processes of the hostile takeover and companies merger. The most widespread methods of hostile takeover in the world practice are considered. In the latter part of the article the positive and negative consequences of hostile takeover in Ukraine and world are expounded, and also the connection of the consolidation of the capitals with corruption.*

*Стаття надійшла до редакції журналу 2 листопада 2010 року.*