

УДК 334.78:351.95

Л. М. Жукова,
ст. викладач, Харківський національний університет імені В.Н. Каразіна

ЕКОНОМІЧНИЙ ЗМІСТ КОНФЛІКТІВ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРУ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЇХ РОЗВ'ЯЗАННЯ В УМОВАХ РИНКОВОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ

У статті досліджено економічний зміст конфліктів корпоративного сектору шляхом систематизації конфліктів за суб'єктивним критерієм та багаторівневої класифікації цілей, що переслідуються ініціативною стороною конфлікту. Виявлені базові передумови розв'язання протиріччя функціонування та розвитку корпоративного сектору трансформаційної економіки.

This article explores the economic contents of conflicts of the corporate sector by organizing conflicts into the comprehensive system following the subjective criteria and multi-level classification of objectives pursued by the party initiating conflict. The basic prerequisites for settlement of contradictions in the operation and development of the corporate sector in the transformation economy are identified.

Ключові слова: конфлікти корпоративного сектору, ініціативна сторона конфлікту, розв'язання конфліктів, протиріччя акціонерної власності, недружні поглинання, захоплення власності.

Key words: conflicts of the corporate sector, party initiating conflict, settlement of conflicts, contradictions of shareholding, hostile takeovers, seizure of property.

ВСТУП

Дослідження закономірностей розвитку корпорації, динаміки інституційних трансформацій потребує розв'язання цілого ряду проблем, однією із яких є наявність конфліктів в корпоративному секторі економіки.

У сучасних умовах господарювання корпоративні конфлікти як один із наймолодших напрямів сучасної економічної думки не мають чітких меж і конкретно визначеної проблематики, недостатньо структуровані за змістом і не оперують сталою термінологією.

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

В сучасній науковій літературі економічний зміст конфліктів корпоративного сектору досліджується в контексті різних теоретико-прикладних аспектів, зокрема: теорії прав власності (А. Алчіан, С. Гросман, Г. Демсец, Р. Коуз, О. Харт), теорії агентських відносин (В. Меклінг, М. Дженсен, Т. Еггертссон, О. Вільямсон), впливу інституційного середовища на формування системи корпоративного управління (Дж. Гелбрейт, Д. Норт, Дж. Стігліц), специфіки становлення національних моделей (М. Аокі, Е. Берглоф) та ін.

Окремі специфічні риси акціонерних товариств як передумови виникнення конфліктів розглядають Д. Задахайло, О. Кібенко, С. Румянцев.

Необхідність пошуку та наукового обґрунтування ефективних інституційних механізмів вирішення корпоративних конфліктів знайшла відображення у працях С. Авдишевої, Л. Дмитриченко, В. Долинської, Т. Долгопятової, Р. Ентова, Р. Нуреева, А. Пятигорського, О. Радигіна та ін.

МЕТА СТАТТІ

Мета статті – визначити економічний зміст конфліктів корпоративного сектору та особливості їх розв'язання в умовах ринкової трансформації.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Існує безліч визначень терміну «конфлікт». Найбільш загальний підхід до визначення конфлікту полягає у визначенні його через протиріччя як більш загальне поняття, і перш за все – через соціальне протиріччя.

Протилежності і протиріччя перетворюються на конфлікт тоді, коли починають взаємодіяти сили, що є їх носіями. Таким чином, конфлікт – це прояв об'єктивних або суб'єктивних протиріччя, що виражається в протиборстві сторін [1].

Виходячи з класичних уявлень про те, що в основі кожного конфлікту лежать протиріччя, ми вважаємо, що корпоративні конфлікти породжені протиріччями, закладеними у самій суті акціонерних товариств, у специфічних ознаках цих ділових організацій. Безпосереднім же мотивом виникнення конфлікту служить прагнення кожного учасника корпоративних відносин максимізувати власну вигоду (користь).

Даний термін наразі вживається у двох аспектах – вузькому і широкому. Традиційна правова теорія, акціонерне законодавство і теорія корпоративного управління дають вузьке трактування корпоративного конфлікту – як зіткнення особистих інтересів посадовців акціонерних товариств із їхніми адміністративними інтересами, коли керівники акціонерних товариств при ухваленні рішень діють в особистих інтересах, нехтуючи інтересами акціонерного товариства. У широкому сенсі під корпоративним конфліктом розуміється зіткнення розбіжних інтересів і ліній поведінки учасників корпоративних відносин [1].

Таким чином, враховуючи підходи до визначення категорії корпоративного конфлікту, розглянемо економічний зміст конфліктів корпоративного сектору шляхом систематизації конфліктів за суб'єктивним критерієм та багаторівневої класифікації цілей, що переслідуються ініціативною стороною конфлікту.

Найбільш наочною виглядає класифікація корпоративних конфліктів за ознакою, пов'язаною з предметом протистояння – критерієм цілей, що переслідуються атакуючою стороною конфлікту. При цьому цілі категорично не тотожні ні приводам, ні формальним підставам претензій співвласників компаній, які фігурують в публічних акціях – зверненням до громадськості, професійним об'єднанням, асоціаціям підприємців, позовів до суду і скарг в компетентні державні органи.

З іншого боку, і цілі слід підрозділити на найближчі (тактичні) і віддалені (стратегічні), первинні і побічні.

Так, найбільш представницьким виявляється клас конфліктів, відповідні сторони яких ставлять перед собою завдання отримання контрольного пакету акцій обраного акціонерного товариства [2]. Це перша група, яка представлена найбільш драматичними сценаріями, добре відомими завдяки діловим ЗМІ корпоративного захоплення і судового перехоплення управління. Враховуючи стратегічні цілі, що переслідуються претендентами вказаного пакету, резонно виділити наступні типові підгрупи випадків:

І підгрупа: контрольний (простий або абсолютний) пакет отримується «конфліктним інвестором» для формування горизонтально або вертикально інтегрованого холдингу в його сфері діяльності. У наявності цілком благодійні відтворювальні цілі, що лише частково виправдовує вибрані таким інвестором засоби їх

досягнення. Йдеться, як правило, про сценарій так званого недружного поглинання. Різновидом є і популярні в паливній і металургійній галузях проекти переходу на єдину акцію, в основі яких лежить володіння холдингом простим контрольним пакетом дочірньої структури, що поєднується з прагненням отримати абсолютний контроль, який необхідний у свою чергу для забезпечення ухвалення рішення загальних зборів акціонерів про реорганізацію в тій або іншій формі.

II підгрупа: консолідація значної долі участі здійснюється завдяки спекулятивних цілей, наприклад, для подальшої поступки контрольному пакету тому ж стратегічному інвесторові. Істотно для вказаної сукупності випадків те, що отримувач акцій (активна сторона конфлікту) в подальшому виходить з даного інвестиційного проекту. Брокерські структури роблять ставку на короткий термін обороту вкладених засобів, інвестиційні фонди і аналогічні їм дилерські інвестиційні структури – на тривалий період, протягом якого здійснюється санування і так зване «упакування», тобто зміна системи корпоративного управління у напрямку зовнішньої «зрозумілості» і привабливості для потенційного стратегічного інвестора.

III підгрупа: вказаний пакет акцій необхідний інвесторові для встановлення контролю над товарними (збут або постачання або збут і постачання одночасно) або фінансовими потоками організації – об'єкту атаки. Відомі випадки, коли контроль встановлювався кредитними установами, які перетворювали цілком успішні і забезпечені оборотними ресурсами підприємства реального сектора в рукотворних «кредитних наркоманів». Так або інакше, дохід акціонерної компанії виходить з сфери корпоративного розподілу і привласнюється володарем контрольного пакету і його партнерами по цій схемі «тіньового» підприємництва.

IV підгрупа: корпоративний конфлікт і придбання контрольного пакету – інструмент конкурентної боротьби, направленої на тимчасове блокування або усунення конкурента як бізнес-одиниці.

V підгрупа: контрольний пакет як «гарант» або як «еквівалент» виконання зобов'язань акціонерним товариством – кредитором перед позичальником. У вказаному випадку володіння контрольною правомочністю компанії-позичальника виступає примусовою умовою компанії-кредитора, яка є активною стороною корпоративного конфлікту. До цієї ж групи можна віднести відому в минулому десятилітті схему «акції в обмін на борги».

Іноді вважають, що перераховані завдання вирішуються виключно фінансово-промисловими групами і іншими формально інтегрованими корпоративними структурами. На практиці спостерігаються і тимчасові альянси, свого роду інвестиційні пули, що створюються для вирішення одного певного завдання з ряду описаних вище.

У теоретичному аспекті проблеми всі вказані випадки цікаві перш за все тим, що в них чітко проглядається природа акціонерної власності, яка не дуже ретельно приховує в собі протиріччя між власністю на акцію як сертифікат участі в реальному бізнесі і власністю на акцію як певні права управління корпорацією. Права управління, в даному випадку віднесені законом до компетенції найвищого органу управління акціонерною компанією (загальних зборів акціонерів), стають для готового йти на конфлікт (або жорстку позицію, рівносильну конфлікту) інвестора самодостатньою цінністю. Саме через придбання фактично монополічних прав ухвалення стратегічних рішень розвитку корпорації, в числі яких і формування ради директорів, призначення одноосібного виконавчого органу, досягається прагматична ціль участі в реальному інвестиційному проекті – отримати спекулятивну маржу, монополізувати дохід функціонуючої корпорації або максимізувати доходи іншої, перетворивши першу на «резервну потужність». Такі акціонерні цінності як розрахунок на отримання «справедливих» дивідендів і терпляче очікування курсової різниці в реальному бізнес-проекті даного інвестора предстать лише як пропагандистська установка, незначно поліпшуюча фірмову репутацію конфліктного інвестора.

Конституює протиріччя акціонерної власності предстає у формі, яка безпосередньо виражає його суть. Воно розкривається як протиріччя між абсолютним за своєю природою, не обмеженим внутрішніми стримуючими причинами, прагненням «грошового капіталіста» до домінування в отриманні доходу від участі в реальному бізнес-проекті, з одного боку, і з іншого – як протиріччя, що виражає (через компромісну природу акціонерної власності як право на права управління компанією з боку «колективного капіталіста») стримуючі причини сумісного підприємництва.

На цьому фоні інші випадки корпоративного протистояння цілком логічно формують другу групу – придбання значущих «доконтрольних» пакетів акцій компанії. Акцент на сукупності завдань, які необхідно вирішити, дозволяє виділити наступні підгрупи корпоративних конфліктів:

I підгрупа: прямий корпоративний шантаж або так званий «грінмейл» – достатньо відладжений в сценарному відношенні рід дій, при яких права значущого міноритарного акціонера, особливо який досяг 10-ти процентного порогу участі в капіталі, використовуються для проведення у взаємовідносинах з менеджментом компанії, а іноді і з мажоритарним акціонером політики «випаленої землі» – позови з будь-яких приводів і без них, скликання і проведення численних загальних зборів акціонерів з багатократно «пересічним» порядком денним, вимога надати первинну і накопичувальну корпоративну документацію і т.д. Це робиться з однією єдиною метою – підвести менеджерів або інших акціонерів до думки про можливість повернення до мирного господарського життя тільки через придбання акцій шантажиста на умовах останнього або отримання відповідної частки бізнесу (майнового комплексу) компанії.

II підгрупа: прагнення до досягнення отримувачем пакету ефекту попірного «контролю зсередини» (значущий пакет акцій – «вхідний квиток» в раду директорів, на засіданнях якої, в режимі регулярної роботи, ухвалюються найбільш важливі рішення, що демонструють вектор економічної політики підприємства). Ця схема охоче експлуатується, наприклад, конкурентами, стратегічними постачальниками сировини, матеріалів або енергоносіїв, а також кредиторами, які, з одного боку, не вважають за можливе зв'язувати значні ресурси в придбанні контрольного пакету компанії-контрагента, з іншого боку, не готових спостерігати за її бізнес-поведінкою.

III підгрупа: контраатака компанії або власника компанії, яка піддалася нападу корпоративного шантажиста або «бізнес-пірата». В цьому випадку претензії на обмежену частку участі в статутному капіталі корпорації, яка вибрана як больова точка супротивника, пояснюється тією обставиною, що найбільш значні ресурси агресора можуть бути обмежені обороною власного майна і прав власності.

Акцент на тактиці придбання прав участі досліджуваної проблеми ні в рамках першої, ні в рамках другої підгрупи не є ключовим: важливо те, що спираючись на певні значення участі в корпоративному бізнесі, співвласники роблять зусилля у визначенні вище напрямках. Так, в результаті виходу з корпоративного компромісу, що склався, крупний акціонер заявляє свої претензії на частину бізнесу акціонерної компанії. В цьому випадку ми маємо своєрідний різновид грінмейла: «порушник спокою» спрямований на отримання не стільки курсової різниці (ціна продажу пакету мінус ціна придбання і накладні витрати на ведення корпоративної війни), скільки конкретного майна акціонерного товариства, пропорційного пакету акцій, що одночасно поступаються самому акціонерному товариству або вказаним ним компаніям.

I в цьому класі різновидів корпоративного конфлікту виявляється суперечлива сутність акціонерної власності, що несе в собі генетично початкові формати сумісного підприємництва як бізнесу, заснованого не на поєднанні акціонерної власності з власністю акціонерної компанії на виробниче майно (активи), а на відомій ефективності артельно-складського принципу підприємництва і загальної пайової власності.

Останнім часом набули поширення звинувачення на адресу інституційних міноритарних акціонерів, що виражають публічну незгоду з тими або іншими корпоративними діями, ініційованими мажоритарним акціонером, в грінмейлі. Слід підкреслити, що специфічною, сутнісною стороною явища, яке услід за міжнародними трендами і відповідними ними поняттями прийнято називати «корпоративний шантаж», є досягнення грінмейлером особливих, матеріально-майнових результатів – інвестиційної премії, майна, примушення обороняємої сторони до тих або інших бажаних шантажистові дій, які виходять з рамок інституту «звичайної господарської діяльності» (дострокова зміна дирекції, введення в апарат управління підприємства-цілі спеціалістів шантажиста, припинення або трансформація початого і при цьому цілком раціонального і прозорого проекту і т.п.).

Третя група корпоративних конфліктів представлена легальними і неформальними корпоративними діями, орієнтованими на припинення дій або примушення протилежної сторони до виконання певних дій.

Значущі міноритарні акціонери провідних українських компаній в певних ситуаціях виражають незгоду дивідендній політиці, що проводиться головним акціонером або менеджментом, планам виконання нової емісії акцій, продажу певних профільних або непрофільних активів, реструктуризації бізнесу в цілому, крупних операцій, асоціюючи такі дії із створенням загрози своєму інвестиційному бізнесу. І легальні дії – надання позовів, подача скарг в компетентні державні органи, PR-акції, «тиск аналітикою» при цьому не обов'язково направлені на досягнення реальної мети, а, скоріше, демонструють активний протест таких акціонерів фінансовій політиці, що проводиться товариством.

На прикладі виділеної групи корпоративних конфліктів можна простежити наскільки далека від істини суто правова доктрина корпоративного конфлікту, згідно якої їх виняткова причина – недосконалість закону, яку ефективно експлуатують корпоративні шантажисти.

Всі українські акціонерні компанії виникали і існують в достатньо агресивному для їх власників етико-правовому середовищі, яке сформоване недосконалім корпоративним правом, кризою судової системи, відторгненням професійно прийнятних норм поведінки.

Корпоративний сектор гіпертрофований тому, що власник об'єктивно не здатний зосередитися на предметі своєї діяльності з належною увагою і компетентністю. Нальоти загарбників ще довго будуть домінуючим чином впливати на побудову конкретних корпоративних схем, коли в основі певного корпоративного конфлікту лежить абсолютна схильність інвестора до автономізації його бізнес-практики з «колективного» підприємства (претензії на відповідну частку в статутному капіталі частку чистих активів, майнового комплексу, обмін пакету акцій на ексклюзивні права у сфері товарного обороту компанії і інші схеми). Тут спостерігається прагнення до звичайного (з погляду сутності акціонерної власності) вторгнення професіоналізму власника в узурповані виконавчими органами

акціонерних товариств сфери (поточна виробнича і фінансова діяльність компанії). І такі випадки показують, що функціональною формою прояву конституюючого протиріччя акціонерної власності виступає і протиріччя між менеджментом акціонера (власника) і традиційним (виконавчим) менеджментом.

Перший вид менеджменту – менеджмент власника, який виступає своєрідним носієм вихідної сторони вказаного вище основоположного протиріччя акціонерної власності.

Область реалізації управлінських прав акціонера об'єктивно не може бути обмежена питаннями найму і ротації топ-менеджерів, визначенням достатності статутного капіталу і контролем діяльності одноосібного і колегіального виконавчих органів (у консервативних формах – підготовки і дослідження річного звіту компанії, ініціації аудиторських і ревізійних перевірок). Виникає природна корпоративно-управлінська реакція на те, що традиційні інструменти управління акціонерною компанією з боку власника носять апостеріорний характер. Прагнучи до професіоналізму інвесторів переставляють ситуація, при якій звичайний корпоративний контроль виявляє значущі порушення директоратом компанії інтересів інвесторів, коли операція вже виконана. І більше, що практично можуть зробити акціонери в цьому випадку – втягнутися в персональне кримінально-правове переслідування топ-менеджерів, здійснивших свій бізнес.

Остання (третя) група корпоративних конфліктів показова у відношенні актуальності ще одного значущого протиріччя функціонування акціонерної власності – між безумовністю права акціонера на участь в поточних доходах компанії і об'єктивно обмеженою самою природою акціонерної форми підприємства можливістю їх отримання.

Рух описаного функціонального протиріччя корпоративної форми власності виявляється перш за все в конкуруванні мотивів, якими керується мажоритарний акціонер на засіданнях ради директорів і на загальних зборах акціонерів, коли ухвалює рішення про оголошення дивідендів за визначений період фінансового року, так і нормативно закріплюючи вектори своєї дивідендної політики, порівнюючи при цьому переваги благ сьогоднішніх (максимізація фонду дивідендів) і благ майбутніх (капіталізація прибутку в основних засобах і відповідне йому очікування курсової різниці). В економічній теорії дане протиріччя відоме як протиріччя між накопиченням і споживанням. Інше протиріччя полягає в різноспрямованому тиску на менеджмент, з одного боку, мажоритарного акціонера, не готового через свою інвестиційну мотивацію брати участь в дуже тривалих проєктах і схильного взагалі не показувати в балансі чистий прибуток (що можливо тільки за допомогою виконавчих органів), з іншого – міноритарного акціонера, зацікавленого в оголошенні дивідендів по звичайних акціях на «справедливі» рівні (за господарсько-аналітичними канонами і кон'юнктурними обставинами). Дане протиріччя служить джерелом багатьох корпоративних конфліктів.

Завершуючи класифікацію корпоративних конфліктів по вказаному вище критерію цілей, вкажемо на отримавші відоме розповсюдження останніми роками корпоративні війни «до переможного кінця». Вони представляють собою достатньо автономну четверту групу корпоративних конфліктів, де в числі кінцевих цілей фігурують так зване захоплення бізнесу (в цілому, на відміну від віднесеного нами захоплення контрольного пакету акцій за неодмінної умови збереження самого підприємства) або усунення організації – конкурента. У першому випадку, як показує практика, традиційний інструментарій корпоративного конфлікту поєднується з іншими засобами – плановим кримінально-правовим переслідуванням, терміновою скупкою кредиторської заборгованості акціонерної компанії, мобілізацією ресурсів організованих злочинних груп, судовим «перехопленням» утримуючих компанії, погрозами заперечення стартових операцій приватизації даного підприємства, завданням ударів по інших напрямках підприємницької діяльності протилежної сторони. Цілі агресора в цих ситуаціях – володіння відповідними активами і місця на ринку, незалежно від того, якою саме компанією цей бізнес буде представлений («старою» або установленою «на її місці») або відверто деструктивний результат – зведення рахунків з певними підприємцями або менеджерами, витіснення їх з певного сегменту корпоративних відносин і т.д.

Звернемося далі до групування корпоративних конфліктів по суб'єктивному критерію.

До першої групи віднесемо конфлікти класу «значущі міноритарні акціонери (акціонер) – мажоритарний акціонер». «Значущими» мають на увазі акціонери, які здійснюють на професійній основі (за формальною ознакою) інвестиційну діяльність – представляючи іноземний капітал інвестиційні фонди, вітчизняні професійні учасники ринку цінних паперів, господарські партнери акціонерного товариства, що страхують портфельною участю стабільність такого партнерства [3].

Іншими словами, саме в рамках цієї групи знаходить цілком гідне місце вже згадуване вище «бізнес-піратство» – вид корпоративного конфлікту, що відрізняється найбільшою мірою цинізму і зухвалості дій міноритарного акціонера, який будь-якою ціною здійснює планомірний рух до контрольного пакету і захоплення бізнесу в цілому. І якщо випадки «корпоративного шантажу» мають помітну тенденцію до зниження, то «бізнес-піратство» набирає популярність і все більш професіоналізується.

До другої групи корпоративних конфліктів віднесемо конфлікти класу «акціонери проти менеджменту». Протиборство такого рівня типово для компаній з сильною дифузиею акціонерного капіталу, який характеризується відсутністю мажоритарного акціонера, а також перспектив його появи в найближчому майбутньому. Іноді відсутні і значущі міноритарні акціонери (наприклад, власники більше 10 відсотків голосуючих акцій). Іншими словами, є велика кількість дрібних акціонерів, що володіють при цьому, як правило, спеціальними знаннями і супутними їм намірами зберегти свої інвестиції в колишніх розмірах. З вказаної причини вони наполегливо не реагують на пропозиції брокерських структур продати акції, що належать їм. При таких обставинах у «масового акціонера» немає можливості, а в деяких випадках і бажання консолідуватися для вирішення завдання зміни виконавчих органів, але виникає стійка моральна підтримка ініціативної групи акціонерів для подачі позовів до судів, переслідуючих цілі профілактики дій менеджменту. Типовою такою ситуацією слід визнати для середніх по фінансових і виробничих можливостях акціонерних товариств, що зуміли вижити в умовах кризи неплатежів першої половини 90-х років минулого століття і в умовах наслідків «дефолта» 1998 року, наприклад, унаслідок підтримки регіональних властей або унікальності вироблених товарів або послуг у відповідному сегменті ринку.

Для третьої групи конфліктів характерна назва «всі проти всіх». Йдеться про достатньо представницькі ситуації корпоративного конфлікту значущих міноритарних акціонерів між собою. Такі проблемні ситуації спостерігаються на достатньо крупних підприємствах реального сектора економіки, що привернули увагу професійних інвесторів ще в 1993-1994 роках (за часів ваучерних аукціонів), коли гостра конкуренція за акції підприємства породила «мозаїчну» структуру статутного капіталу. Подібна структура характеризувалася тим, що контрольний і навіть блокуючий пакет акцій ніхто з інвесторів консолідувати не зміг, а акції дрібних утримувачів – пенсіонерів і членів трудової колективу були практично повністю скуплені портфельними інвесторами. У результаті виявилось, що портфельні інвестори не мають в своєму розпорядженні ресурсів для формування колегам пропозицій по поступці їх пакетів, від яких «неможливо відмовитися», але і самі закривати позицію не поспішають, розраховуючи на отримання значної курсової різниці в майбутньому. Загальні збори акціонерів і ради директорів таких компаній часто представляють собою хронічно конфліктуючі «особливі наради», які не здатні ухвалювати конструктивні рішення і зосереджувати свої зусилля на взаємоопануванні з будь-якого приводу. Це у свою чергу виявляється нерідко ідеальним ґрунтом хронічної незмінності виконавчих органів, уміло спекулюючих на протиріччях власників.

Четверту групу в рамках виділеного класу слід визначити як протистояння адміністрації і трудового колективу акціонерного товариства у разі, коли останній є в сукупності утримувачем значного пакету акцій (за відсутності володаря контрольного пакету акцій) і використовує права акціонера для тиску на топ-менеджерів з метою вирішення своїх поточних проблем. Зобов'язальні права, які має навіть дрібний акціонер, як показує практика, в деяких випадках виявляються найбільш ефективною зброєю опанування працедавцеві, ніж об'єднання в профспілки і звернення до трудового законодавства. З вказаної причини ця група корпоративних конфліктів не відноситься до окремих випадків другої групи, незважаючи на їх формальну схожість.

Ключовою особливістю України є перевага жорстких ворожих поглинань (по суті «захоплень», в термінології ряду дослідників) з використанням адміністративного ресурсу. За своєю суттю їх можна поділити на шість основних груп: скупка різних пакетів акцій на вторинному ринку; лобіювання приватизаційних (довірчих) операцій з державними пакетами акцій; адміністративне залучення до холдингові або інших груп; скупка і трансформація боргів в майново-пайову участь; захоплення контролю через процедури банкрутства; ініціювання судових рішень.

Основні методи захисту, які вживають менеджери (акціонери) поглинаємої компанії в західній практиці, добре відомі і поділяються на дві основні групи: превентивні («відлякування акул», «отруйні пілюлі», різноманітні «парашути», участь працівників в капіталі, захист реєстру і зміна місця реєстрації корпорації, створення стратегічного альянсу та ін.); застосовані вже після оголошення тендерної пропозиції (тяжба, запрошення «білого лицаря», угода про непоглинання, зворотний викуп з премією, контрнапад на акції «загарбника», реструктуризація активів або зобов'язань, PR-захист та ін.) [4].

Серед відомих в Україні методів опору потенційному агресорові, які використовувалися менеджерами (акціонерами) компанії – об'єкту поглинання, можуть зустрічатися майже всі вживані в світовій практиці (з поправкою на специфіку ринків). Проте превентивні методи захисту (якщо не враховувати такі, як контроль реєстру, максимальна концентрація акціонерних володінь або «розпорошення» активів в рамках групи) поширені порівняно слабо. Серед заходів, вживаних вже за наявності прямої загрози, особливо велика захисна роль адміністративного ресурсу (регіональної власті, місцеві суди, силові структури, працівники підприємства), зустрічного «чорного PR», реструктуризації активів і зобов'язань, контрнападів на акції супротивника і зустрічних судових позовів («тяжба»).

Отже, захист від поглинання представляє собою будь-які дії менеджменту корпорації-цілі, спрямовані на блокування спроб, пов'язаними з її отриманням. Захист від поглинання також включає всі дії менеджменту корпорації-покупця, спрямовані на зниження привабливості корпорації в якості цілі, а також дії по «відлякуванню» потенційних корпорацій-агресорів [4]. Інтенсивність захисних дій корпорації-цілі може варіювати від використання самих м'яких і невинних методів до гранично жорстких і радикальних.

Усі захисні дії, які може використати корпорація-ціль, можна розділити на захисні дії, які ініціюються корпорацією до появи пропозиції на купівлю (pre-offer

defenses), та захисні дії, ініційовані після того, як пропозиція на купівлю була зроблена (post-offer defenses). Очевидно, що до першого виду захисних дій відносяться всі захисні дії, ініційовані яких відбувається до того, як корпорація-покупець робить тендерну пропозицію на купівлю, а до другого виду – всі ініційовані після того, як ця тендерна пропозиція зроблена.

Детальний огляд методів захисту від поглинання почнемо з розгляду тих з них, які використовуються до того, як корпорацією-покупцем робиться тендерна пропозиція на купівлю. Ці захисні дії іноді ще називають профілактичними або привентивними методами захисту. У таблиці 1 представлені усі можливі типи pre-offer захисту.

Таблиця 1. Типи захисних дій, які використовуються корпорацією-покупцем до того, як робляться тендерні пропозиції на купівлю

Типи захисту	Характеристика	Захисна дія
Розподіл ради директорів	Раду директорів корпорації-цілі розподіляють на три рівноправні групи. Тільки одна з груп обирається на один рік	Корпорація-покупець виявляє-ться позбавленою можливості отримання контролю над ціллю одразу після купівлі контроль-ного пакету акцій
Переважає більшість	Встановлює високий відсотко-вий бар'єр акцій, необхідний для згоди зливання (80-90 % за рішенням ради директорів може бути скасовано)	Збільшує кількість акцій, необхідних корпорації-покупцю для отримання контролю в жорсткому поглинанні
Справедлива вартість	Примушує корпорацію-покупця викупити всі акції за однією ціною, не враховуючи залежності від будь-якої групи акціонерів. Як правило, за умови виконання цієї угоди корпорація-ціль відмовляється від захисту переважної кількості акціонерів	Запобігає двустороннім тендер-ним пропозиціям, тобто створенню умов викупу акцій, які є дискримінуючими у відношен-ні до різноманітних груп акціо-нерів. Змушує корпорацію-покупця реструктуризувати тендерну пропозицію
Отруйні пілюлі	Полягає в емітуванні будь-яких прав (привілегій), які розподіляються між діючими акціонерами. Ці права вступають в силу за умови визначеної події (спроба жорсткого поглинання)	Для корпорації-покупця прове-дення жорсткого поглинання стає неможливим через перева-жно великий обсяг фінансових ресурсів, необхідний для вику-пу контрольного пакету акцій корпорації-цілі. Також може заблокувати спроби корпорації-покупця по проведенню пере-говорів безпосередньо з акціонерами корпорації-цілі
Рекапіталізація вищого класу	Розподіл між акціонерами нового класу акцій, які мають пріоритетне право голосу, але за якими не сплачуються диві-денди. Цей новий клас акцій не обертається на відкритому ринку. Власник подібної акції має право її обміну на звичайну акцію	Дозволяє менеджменту корпорації-цілі отримати більшість голосів без володіння контрольним пакетом акцій компанії

Складено автором на основі матеріалів Рудик Н.Б. Методи захисту від ворожого поглинання. – М.: Дело, 2006. – 384 с.

Далі у процесі дослідження корпоративних механізмів захисту від поглинань розглянемо ті з них, які використовуються після того, як корпорацією-покупцем зроблена тендерна пропозиція на купівлю (post-offer захист). У таблиці 2 представлені основні параметри всіх можливих методів post-offer захисту.

Таблиця 2 охоплює характеристику кожного методу, його захисну дію на корпорацію-покупця та результат, який впливає на ринкову вартість акцій корпорації-цілі.

Таблиця 2. Типи захисних дій, які використовуються корпорацією-покупцем після того, як зроблена тендерна пропозиція на купівлю

Типи захисту	Характеристика	Захисна дія
Цільовий викуп	Корпорація-ціль викупує бло-куючий пакет акцій, яким воло-діє корпорація-покупець або акціонер (група) акціонерів, що є потенційними агресорами. Як правило, викуп супроводжується сплатою крупної премії	Відсторонює потенційну корпорацію-покупця
Стоп-угода	На визначений час обмежує кіль-кість акцій, якими можуть володі-ти компанії-аутсайтери. Може включати в себе угоду менедж-менту з крупними акціонерами компанії згідно голосування з радою директорів	Відсторонює потенційну корпорацію-покупця
Тяжба	Порушення судової справи проти корпорації-покупця. Корпорація-покупець, як правило, звинувачується в порушенні антимоно-польного або фондового законодавства	Затримує процес поглинання
Реструктуризація активів	Корпорація-ціль купує «проблем-ні» активи (активи, які не потріб-ні корпорації-покупцю), або акти-ви, які можуть створити корпора-ції-покупцю серйозні проблеми з антимонопольним і фондовим законодавством. Одночасно корпорація-ціль починає прода-вати всі активи, найбільш приваб-ливі для корпорації-покупця	Робить корпорацію-ціль менш привабливою для поглинання
Реструктуризація пасивів	Проводиться додаткова емісія акцій, яка охоплює третю сторо-ну (будь-яку дружню корпора-цію), чи за допомогою	Значно ускладнює завдання отримання контрольного пакету акцій для корпорації-покупця

цієї емісії збільшується кількість акціонерів. Одночасно відбувається викуп (з премією) акцій у старих акціонерів корпорації
--

Складено автором на основі матеріалів Рудик Н.Б. *Методи захисту від ворожого поглинання*. – М.: Дело, 2006. – 384 с.

Ринок поглинань вважається одним з ключових зовнішніх механізмів корпоративного управління. При цьому наголошується, що він найбільш ефективний тоді, коли необхідно «зломити» опір консервативної ради директорів, не зацікавленої в раціоналізації (роздробленні) компанії, особливо якщо йдеться про високо диверсифіковану компанію. Разом з тим ефективність даного механізму з погляду подальшого поліпшення корпоративного управління все більше піддається критиці. Зокрема, одні практики вважають, що небезпека поглинання штовхає менеджерів тільки до реалізації короткострокових проектів через побоювання зниження курсової вартості акцій. Інші вважають, що поглинання служать інтересам лише акціонерів, а не всіх «співучасників». Нарешті, завжди існує ризик дестабілізації діяльності як компанії-покупця, так і поглиненої компанії.

Стабілізація у сфері майнових інтересів створює передумови для нового етапу ворожих поглинань. Як дефіцит «вільних» об'єктів для захоплення, так і поступове вичерпання вільних фінансових ресурсів дозволяють припустити, що стиль поглинань найближчим часом буде в більшій мірі адміністративним з використанням боргових схем, судових позовів про нікчемність операцій, що раніше відбулися, і т.п. У зв'язку з цим постає серйозна проблема ефективності регулювання зливань і поглинань через законодавство, спеціальні регулятори і правоприємні механізми.

На сьогоднішній день на ринку існує безліч компаній, які пропонують свої послуги по захопленню власності. Деякі з них діють в рамках закону, але зустрічаються прихильники явно «сірих» і «чорних» схем захоплення. Також є суб'єкти, які охоче інвестують грошові кошти в захоплення підприємств. Діяльність по встановленню контролю над активами без згоди власника є, по суті, рейдерським захопленням. Від захоплення не застрахований ні один суб'єкт господарювання. Побоюватися потрібно всім компаніям, які мають у власності навіть невеликі об'єкти нерухомості.

Враховуючи корпоративні механізми захисту від поглинань необхідно розробити заходи по захисту майна від рейдерських атак.

1. *Захист інформації.*

Дії, направлені на захоплення нерухомості, достатньо передбачені, не помітити їх неможливо. Починається захоплення завжди із збору інформації про компанію, нерухомість, власника майна. Як правило, це інформація про бухгалтерську звітність, про реєстр акціонерів, про засновників, засновницькі документи, оцінку вартість активів і інші дані.

Частина цих відомостей можна отримати в податкових органах, установах юстиції з реєстрації прав на нерухоме майно і інших офіційних джерел, інша частина здобувається з використанням методів промислового шпигунства і т.д. За результатами отриманої інформації ухвалюється рішення про доцільність захоплення і методах його здійснення.

Таким чином, власникові необхідно провести превентивні заходи щодо захисту інформації.

2. Найбільш ефективний спосіб захисту майна від захоплення – це *обтяження*.

Обтяження – це умови, які заважають власнику виконувати свої права. Обтяженнями можуть виступати сервітут, іпотека, довірче управління, оренда, арешт майна та інші [3].

Ризик захоплення істотно зростає, якщо нерухоме майно стає предметом операцій: купується, продається, передається в заставу або оренду. Але якщо операції здійснюються продумано і цілеспрямовано, з підконтрольними або дружніми компаніями, то це стає ефективним інструментом захисту нерухомості.

Для запобігання захоплення власникові життєво важливо наперед про це потурбуватися і прийняти ряд превентивних заходів, знижуючих привабливість нерухомості для загарбника до початку ворожого поглинання. Обтяження майна і є одним з таких заходів по захисту бізнесу.

Обтяжуючи нерухомість, власник майна тим самим досягає 2-х цілей:

1. Ускладнює сам процес захоплення, змушує робити більше тактичних дій, тобто вкладати більше ресурсів в захоплення і дає більше часу для маневру власникові в процесі захисту.

2. Знижує ліквідність нерухомості, тим самим, знижуючи її економічну привабливість.

Коли майно обтягується правами третіх осіб, то вони набувають певні права на майно, хоч і не є його власниками.

Існує три основні способи встановлення обтяження на майно:

- Волевиявлення власника.

- Судове рішення.

- Рішення уповноважених органів.

Перший спосіб є найпоширенішим, оскільки виражається в договорі. Відповідно в цьому випадку ініціатором «обтяжливих» правовідносин виступає сам власник.

Акт судової влади, як спосіб встановлення обтяження на майно, зустрічається рідше. У сенсі захисту такий спосіб можна використовувати як «добавку» до обтяження. Якщо майно знаходиться, наприклад, в заставі, можна звернутися в суд до свого дружнього заставодержателя і встановити факт застави. Загарбникові доведеться не просто розривати договір застави, а рішення суду у такому випадку є свого роду запасним правовим плацдармом захисту власника.

Підстава для встановлення обтяження на майно – це рішення уповноважених органів. Прикладом такого акту може бути накладення арешту на нерухоме майно на основі ухвали прокуратури, коли фактичним її власником вже став загарбник. Це дасть певний час власникові для оскарження незаконних дій агресора, не ризикуючи остаточно втратити нерухомість із виду внаслідок її перепродажу агресором третім особам.

Найбільш поширеними видами обтяження в цілях захисту майна є: довірче управління майном, оренда і застава. Використовувати ці види обтяження, або іншим шляхом обтяжувати власність необхідно за допомогою дружньої компанії, підконтрольної власникові. Інакше ніякого сенсу в обтяженні, як в способі захисту нерухомості, не буде. Таким чином, всі власники нерухомості знаходяться в небезпеці, проте рейдерське захоплення простіше попередити, чим запобігти.

ВИСНОВКИ

Узагальнюючи можна відзначити, що на сьогодні в Україні система захисту від поглинань перебуває в стадії формування і виявляє значні недоліки у процесі реалізації інтересів учасників корпоративних відносин. Чітке визначення механізмів реалізації прав акціонерів є основою для формування ефективної системи їх захисту, що в свою чергу є важливим чинником рівня розвитку суспільства в умовах ринкової трансформації.

Література:

1. Жукова Л.М. Інституціоналізація господарчих конфліктів корпоративного сектору як чинник інноваційного розвитку держави / Л.М. Жукова // Вісник Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна. Економічна серія. – 2011. – № 970. – С. 64-70.
2. Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. – М.: ИЭПП, 2002, с.70.
3. Рудик Н.Б., Семенкова Е.В. Ринок корпоративного контролю: злиття, жорсткі поглинання та викуп борговим фінансуванням. – М.: Фінанси і статистика, 2000. – 456 с.
4. Рудык Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения. – М.: Дело, 2006. – 384 с.

Стаття надійшла до редакції 11.06.2012 р.



ТОВ "ДКС Центр"