

## ЗАХИСТ ПРАВ УЧАСНИКІВ КОРПОРАЦІЙ ВІД НЕДРУЖНІХ ПОГЛИНАНЬ

**Зелениця І. М.**

*Київський національний торговельно-економічний університет*

Стаття присвячена аналізу способів захисту суб'єктів господарювання від недружніх поглинань в процесі економічної концентрації. Автор розмежовує поняття рейдерства та недружнього поглинання і розглядає можливі шляхи захисту підприємств в умовах нестабільної ринкової економіки.

Статья посвящена анализу способов защиты субъектов хозяйствования от недружественных поглощений в процессе экономической концентрации. Автор разграничивает понятия рейдерства и недружественного поглощения и рассматривает возможные пути защиты предприятий в условиях нестабильной рыночной экономики.

The article analyzes the ways to protect businesses against hostile takeovers in the process of economic concentration. The author distinguishes between the concept of raiding and hostile takeovers and consider possible ways to protect businesses in unstable economy.

**Ключові слова:** недружнє поглинання, рейдерство, придбання контролю, корпоративні права, захисний механізм.

Розвиток ринкової економіки України безпосередньо впливає на процес консолідації капіталу, який, в свою чергу, знаходить відображення в угодах по злиттю і поглинанню комерційних організацій. Недостатня увага до проблем правового регулювання злиттів і поглинань призводить як до порушення прав та інтересів суб'єктів господарської діяльності, так і до дестабілізації економічних процесів та зниження інвестиційної привабливості країни в цілому. Зокрема, таким явищем є рейдерство, яке виражається у незаконному захопленні власності.

На відміну від рейдерства, поглинання, здійснювані в рамках закону, є індикаторами успішності методів управління комерційною організацією, а також засобом очищення економіки від неефективних власників.

В Україні є певний досвід державного антимонопольного контролю за процесами злиття та поглинання. Опублікований цілий ряд наукових робіт, які присвячені проблемам формування ефективного конкурентного середовища, обмеження монополізму та удосконалення антимонопольного законодавства щодо контролю за процесами економічної концентрації. Серед вітчизняних науковців можна виділити: Амітана В.Н., Борисенко З.М., Бакалінську О.О., Василенка В.М., Валітова С.С., Долішнього М.І., Заваду О.Л., Знаменського Г.Л., Козоріз М.О., Кузьміна Р.І., Лагутіна В.Д., Мамутова В.К., Орлову Н.О., Рутченка О.Ю., Саніахметову Н.О., Семенову Л.Н. Удалова Т.Г. та інших.

Проблемні питання державного антимонопольного контролю за концентрацією суб'єктів господарювання висвітлюються також у роботах таких зарубіжних авторів, як Бонер Л.Х., Елланд В., Гелхорн Е.Е., Ковачич В.Е., Піндайк Р.С., Рубінфельд Д.Л., Вуд Д.П.

Проблема захисту прав учасників корпорацій на сьогодні є найбільш гострою як у сфері корпоративного права, так і в поточній юридичній практиці в цілому.

Вищевказане твердження підкріплюється тим фактом, що відносно недавно був прийнятий Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI «Про акціонерні товариства», яким були внесені значні зміни в до корпоративного законодавства України, що стосуються, перш за все, системи захисту корпоративних прав [1].

Перед тим як розглядати питання захисту прав учасників корпорацій від недружніх (ворожих) поглинань, необхідно визначити, що розуміється під цим терміном. Зокрема, відповідно до Положення про порядок подання заяв до Антимонопольного комітету України про попереднє отримання дозволу на концентрацію суб'єктів господарювання (Положення про концентрацію) недружнім є придбання, набуття в інший спосіб у власність, одержання в управління (користування), набуття в інший спосіб у власність, одержання в управління (користування) часток (акцій, паїв), що забезпечує досягнення або перевищення 25, 50 відсотків голосів у вищому органі управління суб'єкта господарювання, у осіб, які не здійснюють контроль над ним, при відмові цього суб'єкта господарювання надати заявнику (уповноважений ним особі) інформацію, необхідну для одержання дозволу органів Комітету (п.1.2.10 даного Положення) [2].

Вітчизняна і зарубіжна наука єдині в питанні поділу злиттів і поглинань на добровільні і недружні (ворожі), проте досить часто вітчизняні юристи плутають два поняття: «недружнє поглинання (придбання)» і «поглинання із застосуванням незаконних методів». У зв'язку з цим, варто зазначити, що далеко не кожне недружнє поглинання носить незаконний

характер. Поглинання має кримінальний характер тільки тоді, коли крім загального поняття «недружнє поглинання» з'являються ознаки незаконного поглинання. Отже, за своєю природою недружнє поглинання може мати як законний (із застосуванням легальних методів набуття контролю над суб'єктом господарювання), так і незаконний характер (у разі застосування силових заходів захоплення майнових комплексів підприємств і т.д.). Таким чином, з точки зору форми вираження, недружнє поглинання можна розділити на правові та неправові.

В рамках даної статті будуть розглянуті законні (легальні) недружні поглинання, під якими ми розуміємо комплекс заходів, здійснюваних особою або групою осіб, з метою придбання однією комерційною організацією контролю над іншою, в ситуації, коли частина, або всі учасники (акціонери) організації, яка поглинається, або органи управління (менеджмент) даної організації виступають проти переходу контролю над організацією до поглинаючої корпорації. Суть ворожості поглинання в даному випадку виявляється не в правовому полі, а у сфері управління організацією. Так, учасники комерційної організації можуть виступати проти поглинання, оскільки це, як правило, веде до втрати можливості керувати організацією.

На практиці є загальновизнаною думка про те, що корпоративні права захищаються в рамках загальних положень цивільного законодавства про захист цивільних прав та положень ст. 167 Господарського кодексу України [3]. Перш за все, ми говоримо про главу 29 Цивільного кодексу України (Захист права власності), в якій встановлено приблизний перелік способів захисту цивільних прав, зокрема, визнання права власності, відновлення становища, яке існувало до порушення права власності, і припинення дій, що порушують право власності або створюють загрозу його порушення і т. д. [4].

Одним із проблемних питань, що мають місце в рамках обговорення змісту глави 29 Цивільного кодексу України, є питання про те, чи можна вважати перелік способів захисту цивільних прав, встановлених у зазначеній статті, закритим чи відкритим. При визнанні переліку захисту прав закритим, будь-яка позовна вимога, сформульована інакше, автоматично підлягає відхиленню як неналежна. Якщо ж визнавати, що перелік способів захисту прав має відкритий характер, то суд зобов'язаний розглянути по суті будь-яку позовну вимогу, незалежно від того, як вона сформульована і кваліфікована позивачем.

Захисні механізми - це спеціальні заходи, що вживаються комерційною організацією з метою запобігання або припинення ворожого поглинання. Такі заходи можуть застосовуватися з метою зниження економічної привабливості поглинання, збільшення витрат при поглинанні, отримання тимчасової відстрочки для створення засобів додаткового захисту.

Ми пропонуємо розділити способи захисту прав учасників корпорацій від недружніх поглинань на дві групи:

- 1) судові способи захисту;
- 2) несудові способи захисту.

Судові способи захисту застосовуються в тих випадках, коли при поглинанні мало місце порушення чинного законодавства. До таких способів захисту можна віднести: визнання права власності, відновлення становища, яке існувало до порушення права власності, припинення дій, що порушують право власності або створюють умови для його порушення, присудження до виконання обов'язку в натурі та оспорування переходу права власності.

Несудові способи захисту є, перш за все, превентивними і спрямовані на те, щоб зробити поглинання менш привабливим для поглинаючої комерційної організації. До них можна віднести: внесення змін до установчих документів, «отруйні пігулки», «золоті парашути», укладення угоди між учасниками (акціонерами) та інші.

Процедури злиття і поглинання в даний час найбільш повно врегульовані в США, де кожен штат має законодавчий акт, що встановлює порядок злиттів і поглинань корпорацій, тому спробуємо проаналізувати досвід цієї країни в питаннях захисту прав учасників корпорацій від недружніх поглинань і визначити можливість застосування таких способів в Україні з урахуванням чинного законодавства.

Більшість превентивних заходів, як ми вже відзначали, спрямовано на зниження цінності компанії-цілі. Найбільш поширеним механізмом при цьому є введення в установчі документи корпорації положень, спрямованих на ускладнення процедури поглинання [5, 40]. Цей механізм відноситься до структурних методів захисту, які приймаються компанією завчасно і призначені для запобігання самої спроби ворожого захоплення.

Зокрема, в статут компанії може бути внесено положення про ешелонування ради директорів, що встановлює строго регламентований порядок переобрання його членів. Ешелонована рада директорів, як правило, є ефективною, якщо в статуті встановлено не менше трьох класів директорів, закріплена заборона звільняти директорів без причини

(підстав, встановлених статутом), а акціонери не мають права збільшувати кількість членів ради директорів і заповнювати вакансії новими особами. Таким чином, акціонеру, що зосередив у своїх руках значну кількість акцій, доведеться пройти три процедури виборів до ради директорів, що не дозволить одержати йому повний контроль над корпорацією протягом тривалого часу, навіть після придбання контрольного пакета акцій.

Вперше такий спосіб захисту від недружніх поглинань був застосований в 1920 році, а сьогодні положення про багатоступеневі вибори членів ради директорів є більш ніж у половині установчих документів корпорацій США, акції яких обертаються на біржах [6, 46-55].

У країнах ЄС відповідно до Директиви від 21.04.2004 № 2004/25/ЄС про поглинання (далі - Директива) міра про сегментовану раду директорів позбавлена юридичної сили після досягнення компанією-поглиначем певної порогової величини при скупці акції (75% капіталу, сполученого з ризиком), оскільки її застосування «знижує добробут акціонерів і відхиляється від принципів Директиви». Однак це правило відноситься до факультативних положень Директиви і тому для компаній ЄС дана тактика є цілком доступною [7, 18-29].

Ще одним превентивним способом захисту від недружнього поглинання є так звані «отруйні пігулки» - цінні папери, випущені організацією з метою зробити її менш привабливою в очах ворожого покупця. Зазначений спосіб захисту від недружніх поглинань був винайдений американським юристом, що спеціалізується в області поглинань-Мартіном Ліптоном, який використовував їх в 1982 р. для захисту EL Paso Electric від General American Oil, а також в 1983 р. під час судового процесу у зв'язку зі спробою поглинання Brown Foreman компанії Lenox [8, 218].

«Отруйні пігулки» є досить поширеним засобом захисту від недружніх поглинань і в загальному вигляді являють собою випущені комерційною організацією цінні папери, розміщені між її акціонерами і дають їм право на викуп додаткової кількості звичайних акцій організації при настанні певної події. Умовою для використання права викупу акцій в такому випадку може стати будь-яка спроба зміни корпоративного контролю над організацією [9]. Зазначений спосіб захисту передбачає збільшення статутного капіталу товариства, що поглинається, шляхом розміщення додаткових акцій у межах кількості і категорій (типів) оголошених акцій. В установчих документах комерційної організації передбачається, що у разі недружнього поглинання акціонери отримують право купувати акції своєї компанії за ціною більш низькою, ніж ринкова - «внутрішня отруйна пігулка», або акції поглинаючої компанії зі значним дисконтом (знижкою) - «зовнішня отруйна пігулка». Подібні механізми істотно збільшують вартість поглинання, роблячи недружнє поглинання не вигідним.

Легітимність методу «отруйної пігулки» була підтверджена в американських судах в 1985 році. В даний час більше 90% американських компаній використовують вказаний метод захисту від недружніх поглинань. Право на його використання закріплено в законодавстві багатьох штатів [6, 46-55].

Директива ЄС включила «отруйну пігулку» в розряд заходів, що знижують добробут акціонерів і відхиляються від принципів Директиви. Однак на національному рівні цей захід санкціоновано, зокрема, французький парламент працює над розвитком їх нового законодавчого регулювання [10, 112-116].

Також варто згадати про такий спосіб захисту від недружнього поглинання, як «Золотий парашут», який являє собою спеціальну угоду про компенсацію, яка укладається з вищим керівництвом комерційної організації. Слово «золотий» використовується в даному випадку, тому що управлінці, що мають такі положення у своїх трудових договорах, отримують виключно високу компенсацію при настанні певних умов. «Золоті парашути» можуть застосовуватися як у якості превентивного, так і активного засобу при захисті від недружнього поглинання. Виплати «Золотих парашутів», особливо щодо великих поглинань, складають невеликий відсоток від загальної ціни покупки, тому, слід враховувати, що захисний ефект такого заходу відносно малий. Разом з тим вони можуть використовуватися напередодні ворожого поглинання, щоб зробити комерційну організацію менш привабливою для загарбників.

Типова для США угода про «Золотий парашут» передбачає разову виплату вищим керівникам компанії, з якими укладено таку угоду, в разі їх добровільного або примусового звільнення [8, 247].

Сума компенсації зазвичай визначається річною зарплатою службовця та його трудовим стажем. Наприклад, угода по «Золотому парашуту» може передбачати отримання звільненим працівником суми, що дорівнює декільком річним заробітним платам з можливим включенням в останню також премій за певну кількість років.

Розмір «Золотого парашута» становить, як правило, три річні базові зарплати плюс різні додаткові виплати. Так, в 2001 - 2003 рр.. середній розмір «Золотого парашута» для генеральних директорів тисячі найбільших американських корпорацій склав 16,5 млн. дол.

Компенсація генеральному директору Citigroup Inc. Дж. Ріду склала 30 млн. дол. плюс щорічна виплата в 5 млн. дол. довічно. «Парашут» глави General Electric крім грошових виплат включав право користування корпоративним літаком, місця в ложах на стадіонах, квартиру на Манхеттені, особистого секретаря, членство в гольф-клубі та інші привілеї, які збільшили вартість «парашута» більш ніж на 50% [11, 45].

Підсумовуючи вищесказане, можна відзначити, що «Золотий парашут» можна розглядати як засіб захисту від недружніх поглинань лише в сукупності з іншими способами, при цьому необхідно враховувати, що чим вище вартість комерційної організації що поглинається, тим слабше захисний вплив, який чиниться «Золотим парашутом» на прийняття рішення про поглинання комерційною організацією - агресором.

Поряд з вищевказаними превентивними способами захисту від поглинань, виділяють також захисні заходи, що застосовуються безпосередньо в процесі поглинання.

Так, одним з найагресивніших захисних заходів є спроба захоплення корпоративного контролю над комерційною організацією-агресором шляхом придбання акцій (часток) останньої. Наприклад, якщо комерційна організація має в своєму розпорядженні достатні фінансові ресурси, вона може висунути щодо поглинаючої компанії зустрічну пропозицію на придбання контрольного пакета акцій (часток участі в статутному капіталі). Як правило, даний захід не переслідує мети поглинання організації-агресора, а спрямований на його відлякування, але при придбанні необхідної кількості акцій (часток) поглиначка можна домогтися, щоб раніше ініційоване поглинання було зупинено. Дана тактика в США носить назву Pac-Man Defense (Захист Пек-Мен).

Необхідно відзначити, що даний спосіб захисту доступний тільки компаніям зі стійким фінансовим становищем, а також компаніям, які можуть акумулювати велику кількість грошових коштів, у тому числі позикових, так як тільки комерційна організація, яка значно перевершує поглиначка вільними фінансовими ресурсами, може розраховувати на успішне проведення такого захисту.

Ще одним активним способом захисту від недружніх поглинань можна назвати зворотній викуп акцій, суть якого полягає в тому, що комерційна організація приймає рішення про зменшення розміру статутного капіталу шляхом викупу раніше випущених акцій.

При використанні даного способу захисту необхідно враховувати наступне:

- використання зворотного викупу робить неможливим застосування Pac-Man Defense, так як також вимагає наявності значної кількості фінансових ресурсів;
- зворотний викуп робить недоступними для компанії-агресора куплені акції;
- дана тактика захисту запобігає потраплянню акцій до спекулянтів, які можуть сприяти акумуляції значного пакета акцій у компанії-поглиначка, оскільки основна мета їхньої діяльності – продаж цінних паперів будь-кому, хто готовий заплатити найбільшу ціну;

- при зворотному викупі відбувається зменшення кількості акцій з одночасним збільшенням кількості голосів у відносному вираженні, що може допомогти відновити корпоративний контроль в організації.

Зазначена тактика захисту може бути реалізована шляхом прийняття загальними зборами акціонерів товариства рішення про зменшення статутного капіталу шляхом придбання товариством частини акцій з метою скорочення їх загальної кількості, а також шляхом погашення придбаних або викуплених товариством акцій відповідно до Закону «Про акціонерні товариства». Рішення загальних зборів акціонерів із зазначеного питання приймається більшістю голосів акціонерів - власників голосуючих акцій товариства, які беруть участь у зборах.

Коли комерційна організація є метою небажаної покупки або загрози покупки з боку потенційного покупця, вона може звернутися за допомогою до дружньої комерційної організації, яка буде кращим покупцем. Така стратегія отримала назву «білий лицар». Як правило, з «білим лицарем» досягається угода про те, що він не буде розпродавати в подальшому акції та активи компанії, звільняти осіб, які керують організацією, а також вносити інші істотні зміни в діяльність організації.

Практика використання «білого лицаря» широко поширена в США. В ЄС цей захист використовується в окремих країнах, проте Директива ЄС включила її в ряд заходів, що знижують добробут акціонерів і відхиляються від принципів Директиви.

Підсумовуючи викладене вище, варто зазначити, що неконтрольовані процеси злиття і поглинання становлять небезпеку як для суб'єктів господарювання, так і для економіки країни в цілому. Цивільним кодексом України (глава 29) та Господарським кодексом України (ст.167) передбачено захист прав учасників корпоративних відносин. Проте до суду суб'єкт господарювання може звернутись лише після того, як його права будуть порушені. Разом з тим існують так звані «несудові» (превентивні) способи захисту прав учасників корпорацій, які

широко використовуються в США та країнах ЄС і довели свою ефективність. Розглянувши деякі превентивні способи приходимо до висновку, що всі вони беззаперечно можуть бути використані в певних моделях захисту відповідно до чинного законодавства (зокрема шляхом внесення змін і доповнень як до Закону України «Про акціонерні товариства», так і до Цивільного та Господарського кодексів). Адже законодавство, яке не враховує досвід зарубіжних країн не в змозі самостійно вирішити проблему недружніх поглинань та дати впевненість учасникам ринкових відносин в надійному захисті їх власності. До того ж розвиток правового регулювання способів захисту від недружніх поглинань є основною умовою підвищення інвестиційної привабливості вітчизняних підприємств України.

---

#### Література

1. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.08 № 514-VI - <http://www.rada.gov.ua>
2. Про порядок подання заяв до Антимонопольного комітету України про попереднє отримання дозволу на концентрацію суб'єктів господарювання (Положення про концентрацію) : Положення від 19.02.02 № 33 - <http://www.amc.gov.ua>
3. Господарський кодекс України від 16.01.03 № 436-IV/ - <http://www.rada.gov.ua>
4. Цивільний кодекс України 16.01.03 № 435-IV/ - <http://www.rada.gov.ua>
5. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения. М., 2008. С. 40.
6. Арутюнова К.Г. Способы защиты от недружественных поглощений в США // Право и политика, 2007 № 9. С. 46-55.
7. Гетьман-Павлова И.В., Цыганкова Е.В., Шахова В.В. Меры защиты от враждебных поглощений // Юрист, 2008, №8. С. 18-29.
8. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан, пер. с англ. — 4-е изд.- М.: Альпина Пабlishерз, 2010. С. 218.
9. Седин А.И. Защита от враждебного поглощения и риск-менеджмент // <http://www.kubanpages.ru>
10. Демидова Е.С. Регулирование приемов защиты от поглощений в России, Европейском Союзе и США // Современное право. 2007. №6. С. 112-116.
11. Лукашов А. Защита от враждебных поглощений при IPO // Консультант. 2005. № 5. С. 45.