

*С.Б. Зайнуллин**

МОНИТОРИНГ КОРПОРАТИВНОЙ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ И РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ КАК ОСНОВНЫЕ ПРЕВЕНТИВНЫЕ ПРОТИВОЗАХВАТНЫЕ МЕРОПРИЯТИЯ

Статья посвящена противозахватным методам. Наиболее оптимальными, с точки зрения автора, являются превентивные методы, позволяющие сделать попытку захвата убыточной. Основные методы, рассмотренные в статье, — мониторинг корпоративной внешней среды и реструктуризация предприятия.

Превентивные противозахватные мероприятия стали обычным делом в корпоративной среде. Характеристики компании-цели, повышающие ее стоимость, включают высокие и стабильные денежные потоки, низкий уровень заемного капитала и низкую цену акций относительно стоимости активов компании. Наличие этих факторов может сделать компанию уязвимой для поглощения. Поэтому разрабатываются некоторые превентивные меры с целью изменения этих характеристик заранее или по завершении враждебного поглощения, чтобы значительно уменьшить финансовый стимул, имеющийся у рейдера для поглощения компании-цели.

Одним из первых шагов в создании превентивной противозахватной обороны является анализ структуры акционеров компании. Некоторым группам акционеров, например служащим компании, свойственно быть лояльными по отношению к компании, и они, вероятно, будут голосовать против враждебного покупателя. Институциональные инвесторы обычно инвестируют в ценные бумаги, чтобы получить прибыль компании-цели, и могут охотно воспользоваться преимуществом благоприятного повышения цены и принять условия враждебного предложения.

Применительно к современным российским условиям автор рекомендует ввести следующую систему мониторинга:

1. Отслеживать приобретение крупных пакетов акций на открытом рынке (для открытых акционерных обществ, находящихся в листинге) или очень маленького пакета акций/доли в закрытом акционерном обществе или обществе с ограниченной ответственностью. Например, дарение одной акции в ЗАО позволяет обойти преимущественное право покупки акций, согласно которому, прежде чем предложить купить акции третьему лицу, акционер должен вначале предложить их купить другим акционерам. Приобретение акции/небольшой части доли путем дарения или мены делает заинтересованное лицо полноправным акционером /участником и позволяет скупать акции вполне легально. Данные действия могут сигнализировать о применении стратегии первоначальной позиции.

2. Отслеживать состояние дел в отрасли. Происходящие процессы вертикальной интеграции демонстрируют опасность поглощения предприятия с целью включения его в вертикально интегрированный холдинг. Эта опасность особенно велика, когда предприятие занимает особую позицию в производственной цепочке, напри-

* © Зайнуллин С.Б., 2006

Зайнуллин Сергей Булатович — кафедра менеджмента Самарского государственного университета

мер, обладает уникальной технологией, владеет месторождением, имеет привлекательную клиентскую базу, как например, ЗАО СМАРТС. Попытки враждебного поглощения со стороны группы «Сигма» аналитики связывают с возможной перепродажей иным операторам сотовой связи

3. Отслеживать состояние дел в регионе, увеличение враждебных поглощений в регионе повышает вероятность поглощения предприятия, например, владение привлекательной недвижимостью на праве собственности или аренды может быть достаточным основанием для враждебного поглощения со стороны лица, заинтересованного в строительстве на данной площадке.

4. Отслеживать немотивированные запросы документов со стороны миноритарных акционеров, т.к. это может быть этапом оценки планирования при проведении поглощения. Особенно подозрительным выглядит запрос документов акционером, владеющим одной-двумя неголосующими акциями общества.

5. Отслеживать немотивированный запрос документов со стороны государственных органов — милиции, налоговых служб, т.к. у данных органов есть право на запрос документов, а уровень коррупции, к сожалению, является высоким, то данный запрос может осуществляться в целях сбора информации для потенциального агрессора.

6. Отслеживание долговой нагрузки. Здесь необходимо производить тщательный контроль за задолженностью, тем более просроченной, более осторожно подходить к использованию вексельных схем расчетов. В данном случае аккумулирование задолженности у потенциального агрессора может привести к захвату активов через процедуру банкротства.

Реструктуризация корпораций является еще одной радикальной формой противозахватной защиты. Она может включать распродажу крупных частей компании-цели или даже участие ее в крупных поглощениях. Оборонительная реструктуризация критиковалась как подход «сделай себе то, что хотят сделать с тобой другие». С учетом ожидаемой критики руководство обычно применяет этот метод защиты как последнее средство.

Оборонительное реструктурирование корпорации может быть как превентивной защитной мерой, так и активной противозахватной обороной. Если компания считает, что может стать целью поглощения, она в состоянии реструктурироваться для предотвращения такого развития событий. Программы реструктуризации также происходят в разгар битвы за покупку, когда компания-цель чувствует, что только решительные меры могут предотвратить поглощение.

Ярким примером этого метода защиты является попытка поглощения российской корпорации «Сургутнефтегаз» при помощи агрессивной программы скупки ее акций.

В ответ на эту попытку руководство компании совместно с акционерами приняло решение о реорганизации открытого акционерного общества (ОАО) в общество с ограниченной ответственностью (ООО). Данное решение было принято 6 июня 2003 г. на общем собрании акционеров ОАО «Нефтяная компания «Сургутнефтегаз»», а уже 23 октября 2003 г. компания была реорганизована из открытого акционерного общества «НК «Сургутнефтегаз»» в ООО «Лизинг продакшн». Местонахождение нефтяной компании осталось прежним, так же как и все остальные реквизиты. Организационно-правовая форма коммерческой организации такого типа предполагает отсутствие в свободном хождении акций. А владелец юридического лица определяется его долей в уставном капитале. После проведения реорганизации доля

в уставном капитале новой компании, принадлежащей ОАО «Сургутнефтегаз», была равна 93,0917%.

В России данный способ, как правило, имеет следующую форму — менеджмент компании-цели начинает встречную скупку и приобретает акции лично на себя или на аффилированных лиц. Успех данного метода зависит от скорости встречной скупки и наличия свободных средств у менеджмента. Как правило, при применении классических стратегий — «медвежий объятия» и «субботний ночной специальный» — менеджмент не успевает реализовать этот метод, поэтому автор рекомендует принимать этот метод как превентивный.

Менеджерам часто бывает трудно оправдывать реструктуризацию с целью предотвращения поглощения, поскольку они должны получить значительную свободу действий в отношении ресурсов акционеров. Руководство должно суметь убедить акционеров, что такие решительные изменения в характере бизнеса компании-цели, а также отказ от предлагаемой премии покупателя отвечают их наилучшим интересам, оборонительная реструктуризация может принимать следующие формы: распродажа ценных активов; поглощение других компаний; ликвидация компании.

Они могут быть оправданы с точки зрения акционеров, если приводят к более высоким премиям, чем заявки противников. Однако если покупателями в сделке приватизации являются руководящие менеджеры, то цена предложения, безусловно, должна быть безупречно справедливой. Под справедливостью в данной ситуации можно подразумевать значительную премию, которая превышает премию, предлагаемую другими покупателями.

Продажа ценных активов для предотвращения враждебных поглощений является очень противоречивым оборонительным действием. Смысл здесь состоит в том, что компания-цель распродаст активы, которые хочет получить покупатель, и станет менее желанной в глазах враждебного покупателя. В результате покупатель может отозвать свое предложение. Это, очевидно, тупиковая сделка. Акционеры часто решительно возражают против таких действий и иногда успешно судятся, стремясь предотвратить их завершение. Если, с другой стороны, компания-цель сумеет доказать, что она получила справедливую и разумную стоимость за активы и что их утрата не понизила общую стоимость компании после учета поступления выручки от продажи, то она будет иметь более твердые юридические основания для отстаивания своей позиции. Этот метод очень часто встречается в России, компания-цель при проведении поглощения производит распродажу активов подставным организациям. При нехватке собственных средств покупателем может выступать «белый рыцарь».

Для предупреждения своего собственного поглощения компания-цель может прибегнуть к поглощению другой компании по нескольким причинам. Во-первых, имеет смысл создать покупателю проблемы с антимонопольным законодательством. Это предполагает поглощение компании в одном из основных направлений бизнеса покупателя. Классический случай поглощения с целью отражения покупателей путем создания конфликтов с антимонопольным законодательством имел место, когда Marshall Field and Company произвела ряд поглощений в 1980 г. в областях, где присутствовали потенциальные покупатели [1. С. 284]. Эти поглощения мотивировались не экономическими факторами, а только целью сохранить независимость Marshall Field. Результатом стало снижение финансовой эффективности Marshall Field and Company. Данный метод применим в случае, когда агрессор не сможет приобре-

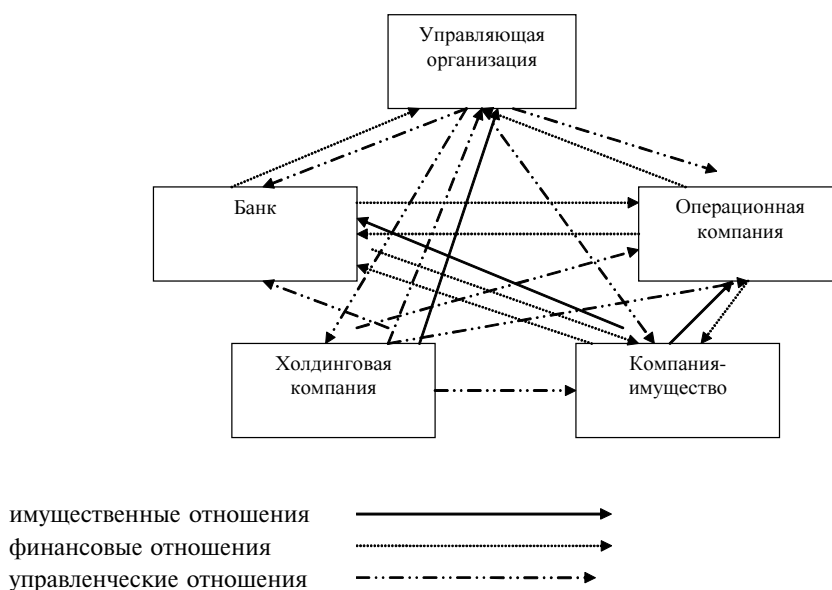
сти компанию — цель без получения согласия Федеральной антимонопольной службы РФ.

Компания-цель может стремиться поглотить другое предприятие, чтобы снизить свою привлекательность в глазах покупателя. Если цель является высокоприбыльной, рационально организованной компанией, то это состояние финансового благополучия можно быстро изменить путем приобретения прибыльных предприятий в тех областях, в которых покупатель не может развивать свою деятельность. Если эти поглощения включают прием на себя больших долговых обязательств, то увеличение заимствования может сделать компанию-цель менее привлекательной.

У многих собственников российских компаний нет денег на то, чтобы выкупить акции у миноритарных акционеров, или миноритарные акционеры не хотят расставаться с принадлежащими им акциями. В этом случае менеджмент компании может прибегнуть к следующей простой схеме.

Корпорация-цель выделяет из своей структуры несколько новых небольших компаний и передает им активы, которые неинтересны для потенциального агрессора (довольно часто они бывают неинтересны и самой корпорации-цели). Миноритарные акционеры, не согласные с данной реструктуризацией, «вымораживаются», т.е. открытое акционерное общество выкупает принадлежащие им акции по текущей рыночной цене (если она есть, а если ее нет, то выкуп проводится по какой-то оценочной стоимости).

В рамках реструктуризации предприятия автор предлагает разработанную им модель создания вместо одной компании — создание группы компаний (см. рисунок).



1. Операционная компания осуществляет операционную деятельность, имеет необходимые лицензии и штат сотрудников. Недвижимости, оборудования, транспорта в собственности не имеет, владеет на праве аренды. Несет все операционные риски. В связи с отсутствием имущества не представляет интереса для потенциального захватчика. В компании отсутствует единоличный исполнительный орган, бух-

галтер или иные должностные лица отсутствуют, функции управления осуществляет управляющая организация.

2. Компания — владелец имущества — имеет в собственности недвижимость, оборудование, иное ценное имущество. Операционной деятельности не ведет, единственный вид деятельности — сдача в аренду имущества операционной компании и банку. Штата сотрудников не имеет, операционных рисков не несет. Наиболее ценное имущество обременено залогом в банке, что исключает любые сделки с ним.

3. Управляющая организация осуществляет функции единоличного исполнительного органа (ЕИО) в остальных компаниях группы компаний, имеет в своем штате необходимый административно-управленческий аппарат.

4. Холдинговая (депозитарная) компания — номинальный держатель акций остальных компаний. Заключает с фактическими владельцами акций договор доверительного управления или осуществляет только функцию депозитария (хранителя). Прописана в общедоступных реестрах — единый государственный реестр юридических лиц, реестр акционеров как номинальный владелец, что позволяет скрыть имена и наименования фактических владельцев группы компаний. Акции обременены залогом в банке, что исключает любые сделки с ними. Для крупной компании имеет смысл создание собственного депозитария, малое или среднее предприятие может воспользоваться услугами независимого депозитария, имеющего лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг и положительную репутацию.

5. Банк или иное финансово-кредитное учреждение. Осуществляет финансирование проектов группы компаний. Держит в залоге наиболее ценные активы и акции/доли.

Наибольшие риски — операционные, налоговые, риск банкротства несет операционная компания, но у нее нет ценных активов, нет должностных лиц, которые несли бы уголовную, административную и налоговую ответственность. При попытке захвата или гринмейла атака будет происходить фактически на пустую оболочку.

На компанию — владельца имущества совершить агрессивное нападение довольно трудно, т.к. операционную деятельность она не ведет, акционеры/участники неизвестны. Залог имущества и акций/долей существенно затрудняет махинации с ним. В случае же банкротства приоритетным кредитором будет являться банк как залогодержатель.

При агрессивных действиях внешней среды в отношении управляющей организации она не несет рисков, т.к. имущества нет, ее работники не являются должностными лицами управляемых организаций и персональной ответственности не несут.

При агрессивных действиях внешней среды в отношении холдинговой компании риски минимальные, т.к. собственного имущества у нее нет, акции/доли находятся в доверительном управлении, персонала нет.

При агрессивных действиях внешней среды в отношении банка риски также минимальны, т.к. помимо уставного капитала банк не имеет иного ценного имущества, при необходимости залог может быть быстро снят путем погашения задолженности по кредитам. Помимо снижения рисков применение данной модели именно в такой взаимосвязи несет синергический эффект.

Последним имеющимся у целевой компании вариантом реструктуризации является ликвидация. В случае ликвидации компания-цель распродает активы и использует выручку для выплаты ликвидационного дивиденда акционерам.

Библиографический список

1. Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан. — М.: Альпина бизнес букс, 2006. — 741с.

S.B. Zaynullin

**CORPORATE ENVIRONMENT MONITORING
AND RE-STRUCTURING AS PREVENTIVE ANTI TAKE-OVERS
ACTIONS**

In the paper methods of avoiding hostile take-over are considered. The best method is to prevent hostile take-over. Company can make hostile take-over unprofitable by using basic operations like monitoring corporative situation, restructuring of company.