

## **Правила поглощения акционерных обществ и влияние экономического кризиса на их применение.**

Словосочетание «слияние и поглощение» является устоявшимся. В то же время – что по-настоящему этот термин означает для экономики и гражданского оборота, особенно в период глобализации, знают не все. Слияния и поглощения являются одной из ключевых конструкции теории корпоративного управления и финансов, а также корпоративного права. Исторически так сложилось, что всплеск слияний и поглощений является неким индикатором зрелости экономики.

Общепринято, что слияния и поглощения направлены на укрупнение бизнеса, что в рыночных условиях выживает сильный игрок, сумевший устранить или ослабить другого субъекта. Механизмы слияний и поглощений служат целям концентрации, которая осуществляется, говоря юридическим языком, путем приобретения корпоративного контроля. Корпоративный контроль является одним из самых непростых явлений, изучаемых юридической наукой, по крайней мере российской, на современном этапе. Сущность корпоративного контроля можно определить как *потенциальную возможность определять все или основные решения, принимаемые другим субъектом, построенную на основе членства (т.е. корпорацией).*

Теория и практика корпоративного права знают несколько механизмов установления контроля над акционерными обществами, которые не обязательно сопровождаются переходом права собственности на акции компании. Возможность существования ситуаций, при которой контроль над компанией устанавливается без приобретения ее акций, обусловлена феноменом, который в экономической литературе получил название «отделение контроля от собственности»<sup>1</sup>. В юридическом смысле это ситуации, при которых контроль акционеров за деятельностью совета директоров компании является ослабленным. Такие ситуации наиболее вероятны в корпорациях, где акционерный капитал является распыленным и в результате этого менеджеры обладают широкими полномочиями по управлению корпорацией.

Существуют четыре основных способа, направленных на приобретение корпоративного контроля:

- «покупка голосов»;
- прямое приобретение акций;
- реорганизация в форме слияния или присоединения;
- приобретение активов.

Прямое приобретение акций или собственно поглощение заключается в приобретение количества акций достаточного для определяющего влияния на деятельность корпорации, т.е. приобретение контрольного пакета акций. Следует отметить, что корпоративное законодательство

---

<sup>1</sup> Berle, A., G. Means, The Modern Corporation and Private Property. New York, N.Y.: Macmillan, 1932

построено по принципу большинства, а поэтому ответ на вопрос, какое количество акций будет определяющим, зависит от распыленности акций. В акционерном обществе с концентрированной структурой, т.е. где акции принадлежат небольшому количеству акций, для получения контроля, необходимо приобрести пакет акций, который как правило, составляет 50 процентов плюс 1 акция. В акционерном обществе же с распыленной структурой, где количество акций, принадлежащих одному акционеру может не превышать 1 процента, достаточным бывает приобретение 15 процентов акций. Поглощение, в отличие от покупки голосов, является наиболее надежным способом установления контроля, так как предоставляет в конечном итоге реальную экономическую власть над акциями, а не возможность ими распоряжаться. Этот механизм является наименее затратным и простым в сравнении с другими способами концентрации, например, со слиянием или присоединением, которые являются формами реорганизации, а, следовательно, требуют выполнения сложных и обременительных процедур, связанных с реорганизацией.

В докризисное время в России отмечался рост числа сделок по слияниям и поглощениям. В частности, в 2006 г. совокупная сумма сделок слияний и поглощений в России составила \$42,3 млрд. превысив показатель 2005 г. более чем на 30%; в 2007 г. было совершено сделок с участием российских компаний на сумму \$120,7 млрд. Согласно данным [Mergers.ru](http://Mergers.ru) "[Слияния и Поглощения в России](#)", крупнейшей сделкой с участием российской компании является слияние "Вымпелком" и "Киевстар" (стоимость последнего оценивается около \$6 млрд.). Другие крупные сделки 2007 года - завершение сделки по получению контроля в "Руснефть" (оценочно \$3,1 млрд.) и приобретение миноритарной доли в "НОВАТЭК" (оценочно \$2 млрд.)<sup>2</sup>. Однако в сравнение с поглощениями, осуществляемыми в развитых странах объемы российских сделок являются незначительными. Так например в США самой крупной сделкой поглощения стало приобретение America Online Inc контрольного пакета Time Warner за \$165 млрд..

Кризис, конечно, внес свои коррективы. Объемы и количество сделок упало. В основном, поглощения в период кризиса осуществлялись в целях выживания. Так, подобное явление прослеживалось в банковском секторе. В период кризиса ликвидности лишь укрупнение кредитных организаций или их укрепление помогает оставаться на плаву. Тем не менее, большое количество поглощений, запланированных еще до кризиса, было сорвано по известным причинам. Для многих крупных российских бизнесменов дилемма «что важнее: деньги или репутация в глазах инвесторов» — была разрешена в пользу денег<sup>3</sup>.

Наглядными примерами подобного выбора российских бизнесменов являются:

- отказ Группы «Онэксим» от ранее сделанного обязательного предложения о приобретении акций ОАО ТГК-4<sup>4</sup>;

---

<sup>2</sup> <http://ru.wikipedia.org/wiki>

<sup>3</sup> См. Бушуева Ю. Корпоративное управление: деньги или репутация // Ведомости. 2008. 27 октября

<sup>4</sup> См.: Перетолчина А. «Онэксим» выиграл время // Ведомости 2008. 14 октября; Перетолчина А. Все в суд // Ведомости. 2008. 20 окт.

- невыполнение требований о направлении обязательного предложения ООО «Корес Инвест» о приобретении акций ОАО «ТГК-2»<sup>5</sup>;

- невыполнение требований о направлении обязательного предложения ООО «Энергопромсбыт» о приобретении акций ОАО «ТГК-14»<sup>6</sup>.

Во всех указанных случаях контролирующие акционеры для неисполнения обязанности по направлению обязательного предложения либо для отказа от ранее сделанного предложения использовали те или иные законные основания: невозможность соблюдения Федерального закона от 29 апреля 2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства»<sup>7</sup> со стороны Группы «Онэксим», являющейся иностранным инвестором и оспаривания, сделанной ранее публичной оферты о приобретении акций ОАО «ТГК-4; оспаривание сделки по приобретению ООО «Корес Инвест» контрольного пакета акций ОАО «ТГК-2»; невозможность получения ООО «Энергопромсбыт» в кризисных условиях банковской гарантии, но во всех указанных случаях действительной причиной невыполнения правил поглощения стал обвал фондового рынка во второй половине 2008 года.

Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» предусматривает, что цена приобретаемых на основании обязательного предложения акций должна быть не ниже рыночной стоимости либо их средневзвешенной стоимости, определенной в результате торгов на организованном рынке ценных бумаг. Однако, помимо этого требования, существует также еще один показатель, не ниже которого должна быть установлена цена приобретаемых на основании обязательного предложения ценных бумаг – цена, по которой лицо, направляющее обязательное предложение, или его аффилированные лица приобретали ценные бумаги в течение 6 месяцев, предшествующих направлению обязательного предложения.<sup>8</sup> В рассматриваемых в настоящее время случаях корпоративный контроль приобретался в период высоких цен на акции российских эмитентов. После начала кризиса цены на акции стали стремительно падать. Тем не менее, действующее законодательство обязывало приобрести акции не по рыночной стоимости по состоянию на момент осуществления поглощения, а по ценам, сложившимся до кризиса. Данное положение оказалось невыгодным для многих компаний, запланировавших поглощение еще до кризиса, которые, как и все, также пострадали от кризиса. С другой стороны, кризис является удобным временем для осуществления планов по приобретению контрольного пакета акций по ценам более низким, чем до кризиса.

В целом, следует отметить, что наиболее часто на практике в кризисное время проблемой неисполнения обязанности по поглощению является отсутствие возможности получения

<sup>5</sup> См. Мазнева Е. Первая победа // Ведомости. 2008. 15 окт.; Интервью с исполнительным директором группы «Синтез» Королевым А. Мы не хотели контроля в ТГК-2 // РБК daily. 2008. 20 октября.

<sup>6</sup> См.: Перетолчина А. Придется ждать // Ведомости. 2008. 27 нояб.

<sup>7</sup> "Российская газета", N 96, 07.05.2008,

<sup>8</sup> Пункт 4 статьи 84.2 Закона об акционерных обществах

банковской гарантии, которая обеспечивает права акционеров, приобретаемого акционерного общества. Поэтому в настоящее время все настойчивей раздаются голоса об отмене требования обязательного наличия банковской гарантии и заменой ее другими видами обеспечения или условием предварительной оплаты акций.

Резюмируя практику 4-летнего применения в России правил поглощения, следует сказать, что механизмы установления корпоративного контроля путем приобретения контрольного пакета показывают свою непригодность к российским условиям. Причина такой адаптации заключается даже не в плохой правовой регламентации, хотя эта одна из причин, а в отсутствии в российской правовой системе институтов или хотя бы аналогов, имеющих в англо-саксонском праве. Правовое регулирование во многих развитых странах нацелено на сочетание интересов оборота в виде расширения поглощений и интересов владельцев ценных бумаг компаний-целей. В России же, в-первую очередь, закон направлен на обеспечение прав акционеров от произвола владельца крупных пакетов. Неотъемлемой чертой такого обеспечения также, как и во всех развитых правовых порядках, является наличие государственного контроля за приобретением крупных пакетов со стороны регулятора. При этом, полномочия зарубежных контролирующих органов качественно отличаются от полномочий ФСФР в России. По сути, ФСФР России может лишь выдать предписание или обратиться в суд, зарубежные же аналоги наделены полномочиями влияния на цену, квалификации сделок и пр. ФСФР России, осуществляя государственный контроль за приобретением крупных пакетов, прикладывает много усилий для предотвращения недобросовестных действий лиц, приобретающих корпоративный контроль. Так, например, ФСФР России в своей деятельности предотвращает поглощения по цене, определенной с нарушением Закона об акционерных обществах<sup>9</sup>. Следует отметить, что обход государственного контроля должен жестко пресекаться правовым порядком. Направление обязательных предложений без согласования его с ФСФР России является недопустимым. Показательным и прецедентным в этом отношении является вынесенное в конце марта 2010 года Постановление Президиума Высшего арбитражного суда,<sup>10</sup> в котором высшая судебная инстанция указала, что направление обязательного предложения о приобретении акций открытого акционерного общества, ущемляющего права миноритарных акционеров, влечет негативные последствия для оферента в виде возможности принуждения в судебном порядке к направлению нового обязательного предложения, соответствующего закону.

***Краткое содержание статьи:***

**Ключихин Д.А.** Причины поглощений акционерных обществ в условиях кризиса. Способы приобретения корпоративного контроля. Практика 4-летнего применения в России правил поглощения.

---

<sup>9</sup> См. Постановление ФАС Московского округа от 28.01.2010 N КГ-А40/14959-09-П по делу N А40-53931/08-72-505

<sup>10</sup> Постановление от 30.03.2010 № 15446/09

**Klochihin D.A.** The reasons of merging of joint-stock companies in crisis. Ways of control establishment. Practice of 4-year-old application in Russia of rules of merging.

***Ключевые слова:***

Поглощение, акционерное общество, ФСФР России, корпоративное право, экономический кризис.

***Keywords:***

Merging, joint-stock company, FCSM Russia, the corporate right, an economic crisis.