

## Приложения

### Приложение 1 Таблицы 1-7, график 1

Таблица 1

Матрица соответствия экономических форм  
реструктуризации и форм реорганизации юридического  
лица по Гражданскому кодексу РФ

Экономические фор- мы реструктуризации	Реорганизация юридического лица					Создание нового юриди- ческого лица	Прекра- щение юриди- ческого лица
	Слия- ние	При- соеди- нение	Разде- ление	Выде- ление	Прео- бразо- вание		
Слияние незави- симых фирм	*					+	+
Слияние материн- ской и дочерней фирм	*					+	+
Присоединение независимых фирм		*				-	+
Присоединение дочерней фирмы		*				-	+
Разделение на не- зависимые фирмы			*			+	+
Выделение незави- симой фирмы				*		+	-
Преобразование					*	+	-
Отделение дочер- ней фирмы от ма- теринской						-	-
Комбинированные формы, например создание холдинга	*			*		+	-

Обозначения: \* – соответствие понятий; + – происходит; — - не происходит.

Таблица 2

**Трансформация предприятий в России в 1996–2000 гг.  
(обобщение данных эмпирического исследования)**

<b>Вид трансформации</b>	<b>Вариант трансформации</b>	<b>Количество трансформаций</b>	<b>Количество предприятий, участвующих в трансформациях</b>
Соединение	Слияние	174	365
	Присоединение	128	236
	Поглощение	15	18
	<b>ИТОГО</b>	<b>317</b>	<b>619</b>
Объединение	Независимые	18	111
	Частично зависимые	27	160
	Полностью зависимые	118	622
	<b>ИТОГО</b>	<b>163</b>	<b>893</b>
Рекомбинация	Совместные предприятия	31	105
	Франчайзинг	19	19
	<b>ИТОГО</b>	<b>50</b>	<b>124</b>
Преобразование	Преобразование	31	31
Деление	Продажа	31	107
	Разделение	1	3
	Выделение	18	105
	<b>ИТОГО</b>	<b>50</b>	<b>215</b>
Разъединение	Разъединение	12	43
Ликвидация	Ликвидация	89	89
	<b>ИТОГО</b>	<b>716</b>	<b>2014</b>

Таблица 3

**Волны слияний и поглощений в США и меры  
государственного регулирования**

<b>Волны слияний и поглощений</b>	<b>Основные формы</b>	<b>Причины в сфере государственного регулирования</b>
На стадии роста с 1893 г. до начала спада в 1904 г. (монополистическая)	Горизонтальные слияния (тяжелая промышленность). Стремление компаний трансформироваться из региональных в национальные. «Слияния для монополии» <sup>70</sup> .	Принято законодательство, запрещающее картельные соглашения.
На стадии роста с 1922 г. до 1929 г. (олигополистическая)	Вертикальные и горизонтальные слияния, приведшие к созданию олигополий (помимо тяжелой промышленности, пищевая, химическая, угледобывающая, финансовые институты). Стремление компаний усилить монополистическую мощь и расширить сегменты своего рынка.	Изменения 20-х гг. в системе коммуникаций, транспорта и технологии многих индустрий США.
На фоне роста экономики 1940–1948 гг. («волна заката»)	Третья волна горизонтальных слияний. Дружественные поглощения небольших частных компаний крупными.	Изменения в налоговом законодательстве, хотя убедительных рациональных объяснений нет.
Сер. 50-х – 1969 г. (конгломеративная волна 1967–1969 гг. в период быстрого роста)	1) Завершение эры горизонтальных слияний. Создание конгломератов на основе слияний и поглощений. Наиболее активно – автомобильная и аэрокосмическая отрасли. 2) Отход от широко распространенной (фактически основной) практики недружественного захвата контроля над Советами директоров через голосование по доверенности без покупки контролирующей доли (proxy contests, proxy fights). В середине 50-х гг. на смену голосованию по доверенности пришли тендерные предложения на покупку акций.	1) Принятие в 1950 г. акта Celler–Kefauver, который дал возможность признавать слияния, ведущие к монополистической концентрации в отрасли, противозаконными. 2) Со второй половины 50-х гг. издержки голосования существенно возросли: Комиссия по ценным бумагам США в 1955 г. изменила требования к голосованию по доверенности: стали необходимы предварительная экспертиза документов, подаваемых в комиссию перед сбором голосов, полное раскрытие имен тех, кому отдаются голоса, информирование об этом всех акционеров. С 1964 г. эти требования еще более ужесточены. В итоге вероятность успеха оспаривания действий сборщиков доверенностей в суде резко возросла.

<sup>70</sup> Stigler, 1950.

Таблица 3 продолжение

Волны слияний и поглощений	Основные формы	Причины в сфере государственного регулирования
1981–1989 гг.	Все известные типы слияний (горизонтальные, вертикальные, конгломеративные и др.). Все отрасли. Жесткие поглощения конгломератов и деконгломератизация (распродажа захваченных компаний по частям – bust-up takeovers). Развитие LBO (выкуп компаний в кредит)	--
90-е гг. Спад волны слияний, при некотором оживлении после 1993 г. с началом периода роста, затем после 1998 г.	Формы и отрасли аналогично предыдущей волне. Слияния с образованием конгломератов наименее популярны. Преобладает горизонтальный тип слияния как реакция на жесткую конкуренцию в условиях меняющихся рынков, неопределенность внешней среды, глобализацию экономики (например, сталелитейная промышленность, Интернет-технологии, финансовые институты).	Ожидаемое создание европейского экономического и валютного союза. В то же время заметное ужесточение законодательства и правоприменения: законодательно приняты противопоглотительные поправки (ограничение на использование заемных средств при поглощении), судебное преследование за сделки с инсайдерской информацией (а также усилившееся сопротивление менеджеров поглощению, рост банкротств поглощенных в ходе обратного выкупа компаний)

Таблица 4

**Некоторые сравнительные характеристики вариантов  
иностраных и российских сделок «враждебного поглощения»**

<b>Характеристика</b>	<b>Западное «враждебное поглощение»</b>	<b>Российское «враждебное поглощение»</b>
<b>Форма</b>	Выстраивание пакета (до 10%) в компании-цели; открытый тендер против воли управляющих.	«Тихая» скупка; открытое предложение; приобретение долговых обязательств.
<b>Инициатор атаки</b>	Агрессор (его дочерняя финансовая компания или уполномоченный инвестиционный банк).	Оффшоры агрессора.
<b>Инструмент получения контроля</b>	Акции компании-цели.	Акции (органы управления захватчика должны принять формальное решение; формально развито антимонопольное регулирование и методы защиты в рамках корпоративного права; налоговый режим – налог на прибыль; возможность приобретения самой компанией-целью – до 10%; стоимость приобретения рыночная или контрактная). Долговые обязательства (нет необходимости в принятии формального решения; ограничения антимонопольного законодательства отсутствуют; налоговый режим – налог на прибыль, возможен НДС; возможность приобретения самой компанией-целью – нет прямых ограничений; стоимость приобретения – контрактная, за исключением части векселей).
<b>Форма оплаты</b>	Наличные; акции агрессора; иные ценные бумаги (агрессора и третьих лиц).	Наличные; векселя агрессора или принятые рынком; PRNs и IANs.
<b>Стоимость операции</b>	Рыночные котировки акций плюс премия.	Рыночные котировки акций или прямые соглашения с кредиторами (цена может варьироваться от 6,5 до 90% величины денежного обязательства, без учета штрафов, и т.п.).
<b>Инициаторы</b>	Управляющие «захватчика»; инвестиционные банки (гораздо реже).	Реальные владельцы «захватчика».
<b>Главный бенефициар</b>	Акционеры компании-цели; управляющие «захватчика»; управляющие компании-цели.	Реальные владельцы «захватчика»; Некоторые акционеры компании-цели; Некоторые кредиторы компании-цели.

Таблица 4 продолжение

Характеристика	Западное «враждебное поглощение»	Российское «враждебное поглощение»
<b>Перспективы компании-цели</b>	Присоединение к компании-«захватчику»; отчуждение большей части непрофильных активов; последующая продажа.	Реструктуризация; разделение активов; возможное прекращение деятельности.
<b>Влияние третьих лиц</b>	Возможно только со стороны судов (в случае начала тяжбы), антимонопольных органов, ключевых кредиторов компании-цели; влияние правительства минимально; резко возросло влияние инвестиционных банков.	Исключительно высоко, в том числе с учетом «коммерциализации» государственных и иных общественных институтов.

Таблица 5

### Методы защиты от враждебных (жестких) поглощений

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения ( <i>pre-offer defenses</i> )		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
«Отпугивание акул» (Shark repellants) 1: Разделенный совет директоров (Staggered Board).	Совет директоров корпорации-цели разделяет на три равные группы; только одна группа избирается на один год. <b>В России:</b> через поправки к уставу затруднена смена членов совета директоров («Газпром», «Красное Сормово» и др.).	Корпорация-покупатель оказывается лишена возможности получения контроля над компанией после приобретения контрольного пакета.
«Отпугивание акул» 2: Условие супербольшинства (Super-majority).	Устанавливает высокий процентный барьер акций, необходимых для одобрения поглощения, обычно 80–90%.	Увеличивает количество акций, необходимых корпорации-покупателю для получения контроля над компанией.
«Отпугивание акул» 3: Условие справедливой цены (Fair Price).	Заставляет корпорацию-покупателя выкупать все акции по одной цене вне зависимости от того, какая группа акционеров владеет ими. Как правило, по выполнению этого условия корпорация-цель снимает защиту супербольшинства.	Предотвращает двусторонние тендерные предложения, т.е. создание условий выкупа акций, дискриминационных по отношению к различным группам акционеров; вынуждает корпорацию-покупателя реструктурировать тендерное предложение.

Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения ( <i>pre-offer defenses</i> )		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
«Ядовитые пилюли» (Poison Pills).	Между акционерами корпорации-цели распределяются специальные права («ядовитые пилюли»). В случае жесткого поглощения корпорации «ядовитые пилюли» дают акционерам корпорации-цели право приобретения дополнительных акций со значительным дисконтом или продажи своих акций корпорации-покупателю со значительной премией. <b>В России:</b> «форвардные» контракты на покупку акций СП «Орими-Строем»/АОЗТ «Лехтенгаз». В классическом виде (создание особого вида ценных бумаг) очень редки.	Для корпорации-покупателя проведение жесткого поглощения становится невозможным из-за возросшего объема финансовых ресурсов, необходимых для выкупа контрольного пакета акций. Может заблокировать попытки корпорации-покупателя по проведению переговоров напрямую с акционерами корпорации-цели.
«Золотые, серебряные, оловянные парашюты» (контракты на управление)	С руководством или служащими компании заключаются трудовые договоры, в которых оговариваются значительные компенсации в случае их увольнения. <b>В России:</b> этот метод применила кондитерская фабрика «Красный Октябрь», защищаясь в 1995 г. от поглощения «МЕНАТЕПом». Была запланирована «Газпромом» и «Роснефтью» при размещении ценных бумаг на западных рынках.	Увеличивается стоимость поглощения и снижается его инвестиционная привлекательность (в случае с «Красным Октябрем» – в три раза).
Использование различных схем участия работников в капитале компании	Такие планы обычно предусматривают, что акции компании покупаются на заемные средства. Купленные акции депонируются в качестве залога.	Голосование по эти акциям осуществляют менеджеры компании.
Рекапитализация высшего класса (Dual class recapitalization)	Между акционерами корпорации-цели распределяется новый класс акций, обладающих приоритетным правом голоса, по ним не выплачиваются дивиденды, и они не обращаются на открытом рынке. Владелец подобной акции получает право ее обмена на обыкновенную акцию.	Позволяет менеджменту корпорации-цели получить большинство голосов, не владея контрольным пакетом акций компании.

Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения ( <i>pre-offer defenses</i> )		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
Защита реестра от несанкционированного доступа	Ведение реестра реестродержателем с хорошей деловой репутацией Принципиальным является постоянный анализ изменений в реестре (на предмет выявления активизации сделок с акциями).	Защищает компанию от доступа к реестру акционеров с целью быстрой скупки акций.
Санкционированные привилегированные акции (Authorization of preferred stock)	Совет директоров корпорации-цели принимает решение о создании нового класса ценных бумаг, обладающих специальными правами голоса (иногда к этому методу защиты относят «ядовитые пилюли»).	Усложняет для корпорации-покупателя процедуру получения контроля над советом директоров.
Сокращение в кумулятивном голосовании (Reduction in cumulative voting)	Ограничивает право акционеров аккумулировать свои голоса за определенного члена совета директоров. Количество голосов, которым обладает акционер, равно количеству принадлежащих ему обыкновенных голосующих акций умноженному на количество членов совета директоров избираемых в данном году.	Усложняет для корпорации-покупателя процедуру получения контроля над советом директоров. Акционеры корпорации-цели, не согласные с условиями жесткого поглощения их компании, получают возможность провести в совет директоров своих членов, даже не обладая контрольным пакетом акций компании. Эта защита увеличивает вероятность того, что акционерам корпорации-цели (даже в условиях когда они не обладают контрольным пакетом) удастся сохранить своего представителя на посту топ-менеджера.
Изменение места регистрации корпорации (reincorporation)	Учитывая разницу в законодательстве отдельных штатов (регионов, провинций), выбирается то место регистрации, в котором можно проще провести защитные поправки в устав и облегчить судебную защиту или где более жестким является антимонопольное законодательство.	Облегчает компании-цели организацию процедурных моментов в ходе защиты от поглощения.
Ограничение отмены поправок в уставе (lock-in amendment)	Вводятся положения, ограничивающие возможность отмены ранее принятых поправок.	Затруднение удаления из устава ранее одобренных поправок даже в случае аккумуляции «агрессором» значительного пакета акций.



Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые корпорацией до появления непосредственной угрозы жесткого поглощения ( <i>pre-offer defenses</i> )		
Тип защиты	Описание	Защитное воздействие
Выкуп с использованием заемных средств	Покупка компании или ее подразделения группой частных инвесторов (в том числе менеджерами) с привлечением высокой доли заемных средств. <b>В России:</b> достаточно часто с использованием «карманного» банка, который выступает гарантом оплаты, аккумулируемых требований.	Акции компании, выкупаемой таким образом, больше не продаются свободно на фондовом рынке.
Создание стратегической сети (Strategic Stakes)	Обмен пакетами акций между компаниями-союзниками. <b>В России:</b> только краткосрочные альянсы без обмена пакетами.	Создание альянса для взаимного предотвращения нападения на одну из компаний-участниц.
Сохранение в составе компании регулируемого бизнеса	Например, сохранение в составе компании радиостанции потребует от покупателя необходимости испрашивать разрешения на сделку у уполномоченных государственных органов.	Возможность заблокировать сделку в целом посредством бюрократических проволочек.

Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано ( <i>post-offer defenses</i> )	
Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Защита Пэк-Мена (PacMan defence)	Контрнападение на акции «захватчика». Корпорация-цель делает встречное тендерное предложение акционерам покупателя. <b>В России:</b> «Славнефть» приобрела незначительные пакеты акций дочерних компаний ТНК; группа «Интеррос» пыталась приобрести 49% акций ТНК на инвестконкурсе.
«Обратная» интеграционная операция	Приобретение компании-покупателя как ответ на агрессию, но с учетом возможных технологических связей. <b>В России:</b> «ОНЭКСИМбанк» и РАО «Норильский никель» против «Норильскгазпром»
Тяжба (Litigation)	Возбуждается судебное разбирательство против «захватчика» за нарушение антимонопольного законодательства или законодательства о ценных бумагах. <b>В России:</b> очень широко по любому формальному поводу, хотя более свойственно для тактики «агрессора».
Конкуренция доверенностей (proxy fight)	Борьба за доверенности акционеров для проведения необходимого решения на общем собрании или установления контроля над советом директоров. <b>В России:</b> попытка «ОНЭКСИМбанка» получить место в совете директоров РАО «Газпром»; управление пакетами акций «Залог-банком» в отношении Новосибирского электродного завода.

Таблица 5 продолжение

Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано ( <i>post-offer defenses</i> )	
Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Слияние с «белым рыцарем» (White knight)	В качестве последней попытки защититься от поглощения можно использовать вариант объединения с дружественной компанией, которую обычно называют «белым рыцарем» (который может оказаться «серым» и провести реструктуризацию). <b>В России:</b> в ходе борьбы за Новокузнецкий алюминиевый завод группы компаний М.Жи вило с «Русским алюминием» – продажа 66% акций формально независимым компаниям Г.Лучанского.
«Белый сквайр» (White squire)	Модификация метода «белого рыцаря», при котором «белый сквайр» не получает контроля над корпорацией. Выкупая крупный пакет, его обладатель одновременно подписывает соглашение о невмешательстве.
Соглашение о «не-поглощении» (Standstill agreement)	Заключается добровольно, когда поглощающая компания купила большой, но недостаточный для контроля совета директоров, пакет акций. Соглашение обычно предусматривает, что поглощающая компания воздержится от увеличения своей доли в поглощаемой компании в течение нескольких лет и не голосует по доверенностям других акционеров. Соглашение может сопровождаться выкупом части акций у поглощающей компании по цене выше рыночной.
Включение покупателя в финансово-технологическую цепочку	Метод приемлем тогда, когда захватчика интересует не столько контроль над предприятием, сколько участие в производственно-технологической цепи.
Предложение о выкупе/Обратный выкуп с премией (Repurchase offer/Premium buy-backs/Greenmail)	Некоторые компании делают группе инвесторов, угрожающей им захватом, предложение (чаще конфиденциальное) об обратном выкупе с премией, т.е. предложение о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную и, как правило, превышающей цену, которую уплатила за эти акции данная группа.
Реструктуризация активов	1) Покупка активов, которые не понравятся захватчику или которые создадут антимонопольные проблемы. 2) Избавление от привлекательных активов (защита «терновый венец» – crown jewel defence). В России – реструктуризация РАО «Норильский никель» в форме трансферта активов в пользу «Норильской горной компании». 3) В крайнем варианте – защита «выжженная земля» – scorched earth). В России – очень распространена, но чаще всего не влияет на желание захватчика установить контроль над целью. Срочная реструктуризация с целью повышения цены акций. Перекачка активов в дочерние компании. В России – очень широко.

Методы защиты, создаваемые уже после того, как тендерное предложение на выкуп акций было сделано ( <i>post-offer defenses</i> )	
Вид защиты	Краткая характеристика вида защиты
Реструктуризация обязательств	Выпуск акций для дружественной третьей стороны или увеличение числа акционеров. Выкуп акций с премией у существующих акционеров. <b>В России: очень широко.</b> Обычная практика размыwania с помощью дополнительной эмиссии (до 2002 г.). Использование механизма «объявленных» акций (эмиссия решением совета директоров). Обременение компании долговыми и иными обязательствами («Сургутнефтегаз» перед залоговым аукционом, инвестиционная программа при приватизации пакета акций «ЛУКОЙЛ» в 1999 г.). Выкуп долгов дочерних обществ («Славнефть» приобрела всю кредиторскую задолженность своих дочерних компаний).
PR-защита	1) Формирование имиджа компании как важной для страны (региона) 2) Информационная война против «агрессора» <b>В России: очень широко</b>

Методы защиты от жесткого поглощения также можно классифицировать на операционные (operating) и неоперационные (nonoperating) методы. Операционные методы защиты – это методы, требующие для своего применения изменения состава или структуры активов (пассивов) компании.

Таблица 6

**Динамика «экономической концентрации»  
(сведения о рассмотренных антимонопольными органами  
ходатайствах и уведомлениях при осуществлении  
государственного контроля в соответствии с требованиями  
ст. 17–18 закона РФ «О конкуренции и ограничении монополистической  
деятельности на товарных рынках» в 1998–2000 гг.)**

			Рассмотрено заявлений		Отказано в согласии		Дано согласий	
			Всего 1=3+5	В т.ч. с иностран- ным инвестором 2=4+6	всего	в т.ч. с иностран- ным инвестором	всего	В т.ч. с иностран- ным инвесто- ром
			1	2	3	4	5	6
Ст. 17	1998	ГAK	557	117	6	1	551	116
		ТУ	1928	59	58	-	1870	59
		<b>Итого</b>	<b>2485</b>	<b>176</b>	<b>64</b>	<b>1</b>	<b>2421</b>	<b>175</b>
	1999	МАП	531	101	2	1	531	101
		ТУ	2405	67	52	-	2353	67
		<b>Итого</b>	<b>2936</b>	<b>168</b>	<b>54</b>	<b>1</b>	<b>2884</b>	<b>168</b>
	2000	МАП	885	79	-	-	885	79
		ТУ	2997	104	38	-	2959	104
		<b>Итого</b>	<b>3882</b>	<b>183</b>	<b>38</b>	<b>-</b>	<b>3844</b>	<b>183</b>

Таблица 6 продолжение

			Рассмотрено заявлений		Отказано в согласии		Дано согласий	
			всего 1=3+5	в т.ч. с иностранным инвестором 2=4+6	всего	в т.ч. с иностранным инвестором	всего	в т.ч. с иностранным инвестором
			1	2	3	4	5	6
Ст. 18	1998	ГАК	921	216	4	3	917	213
		ТУ	3496	191	67	7	3429	183
		<b>Итого</b>	<b>4417</b>	<b>407</b>	<b>71</b>	<b>10</b>	<b>4346</b>	<b>396</b>
	1999	МАП	1642	259	4	1	1640	259
		ТУ	5673	281	119	3	5554	278
		<b>Итого</b>	<b>7315</b>	<b>540</b>	<b>123</b>	<b>4</b>	<b>7194</b>	<b>537</b>
	2000	МАП	3304	490	7	2	3297	488
		ТУ	8788	357	86	-	8702	357
		<b>Итого</b>	<b>12092</b>	<b>847</b>	<b>93</b>	<b>2</b>	<b>11999</b>	<b>845</b>
							<b>9</b>	

ГАК – Государственный антимонопольный комитет России; МАП – Министерство антимонопольной политики России; ТУ – территориальные управления.

Таблица 7

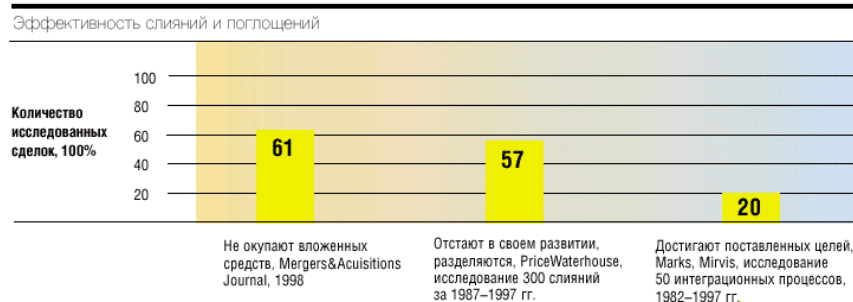
**Права акционеров в зависимости от доли  
в оплаченном уставном капитале**

«Порог» участия	Права акционера
1 акция	1) Право голоса на общем собрании акционеров; 2) право на получение дивидендов по данной категории акций; 3) право на получение части имущества (адекватной стоимости) при ликвидации АО; 4) право требовать выкупа акций при определенных условиях.
1%	1) Право на ознакомление с информацией, имеющейся в реестре АО; 2) право на обращение в суд с иском к члену совета директоров АО.
2%	1) Право внести 2 предложения в повестку дня общего собрания акционеров; 2) право выдвижения кандидата в совет директоров и ревизионную комиссию.
10%	1) Право требования созыва внеочередного общего собрания акционеров; 2) право на ознакомление со списком участников общего собрания акционеров; 3) право потребовать проверки финансово-хозяйственной деятельности АО.
25%+1 акция	Право блокировать решения общего собрания акционеров по вопросам изменения устава, размещения акций (закрытая подписка, размещение обыкновенных акций через открытую подписку, если размещается более 25% ранее размещенных обыкновенных акций), реорганизации и ликвидации АО, заключения крупных сделок.

Таблица 7 продолжение

«Порог» участия	Права акционера
30%+1 акция	Право проведения общего собрания акционеров, созванного повторно (взамен несостоявшегося).
50%+1 акция	1) Право проведения общего собрания акционеров; 2) право принятия решения на общем собрании акционеров (за исключением вопросов, требующих квалифицированного большинства).
75%+1 акция	Полный контроль в АО (если «порог» для принятия решения не поднят в уставе).

График 1.



**Источники Приложения 1:** данные МАП РФ; Аистова, 2002; Андреева, 2001; Беленькая, 2001; Владимирова, 1999; Иванов, 2000; Леонов, 2000; Львов и др., 2000; Рудык, 2000; Рудык, 2001; Рудык, Семенова, 2000; Чиркова, 1999, гл. 9; Berkovitch, Narayanan, 1993; Herzel, Shepro, 1990; Ruback, 1986.