

Научная статья

<https://doi.org/10.24412/2220-2404-2025-5-8>

УДК 340



Attribution

cc by

МИРОВОЙ ОПЫТ В СФЕРЕ ПРОТИВОДЕЙСТВИЯ ПРАКТИКЕ НЕДРУЖЕСТВЕННОГО ПОГЛОЩЕНИЯ

Горбунов С.В.

Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, gorbunov_s_v@my.mgimo.ru

Аннотация. Для российской экономики, находящейся на пересечении процессов рыночной либерализации и государственного протекционизма, значение сделок по слиянию и поглощению носит двойственный характер – с одной стороны, они служат катализатором консолидации капитала и инструментом модернизации стратегически-значимых отраслей, а с другой – становятся орудием в сфере корпоративных конфликтов и инструментом т. н. «недружественного поглощения». Цель исследования заключается в анализе правовой и организационной природы недружественных поглощений, а также исследовании мирового опыта в сфере противодействия данному явлению. На основе теоретических моделей «агентской проблемы», гипотезы конвергенции интересов и концепции «окопавшихся менеджеров» в работе выявлены фундаментальные причины уязвимости компаний к агрессивным формам захвата. Проведен комплексный анализ как оперативных, так и превентивных механизмов корпоративной защиты: от тактики «зеленого шантажа» и «отравленных пилюль» до двухклассовой системы капитала и стратегий координации интересов миноритарных акционеров.

Ключевые слова: корпоративное право, слияния, присоединения и поглощения, корпоративное управление, агентская проблема, недружественные поглощения, «зеленый шантаж», «отравленные пилюли», «выжженная земля», «золотые парашюты», «окопавшиеся менеджеры».

Финансирование: инициативная работа.

Original article

GLOBAL APPROACHES TO COUNTERING HOSTILE TAKEOVERS

Stanislav V. Gorbunov

Moscow State Institute of International Relations (University) Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation

Abstract. For the Russian economy, which operates at the intersection of market liberalization and state protectionism, mergers and acquisitions («M&A») hold dual significance. On the one hand, they serve as a catalyst for capital consolidation and a tool for modernizing strategically important industries; on the other hand, they become an instrument in corporate conflicts and a means of so-called «hostile takeovers». This article examines the legal and organizational nature of hostile takeover practices, as well as global approaches to countering this phenomenon. Drawing on theoretical frameworks such as the «principal-agent problem» the «convergence of interests hypothesis» and the «entrenched management theory» the study identifies the root causes of corporate vulnerability to aggressive takeover tactics. A comprehensive analysis is provided for both reactive and preventive corporate defense mechanisms—ranging from «greenmail» and «poison pills» to dual-class share structures and strategies for aligning the interests of minority shareholders.

Keywords: corporate law, mergers, consolidations and acquisitions, corporate governance, agency problem, hostile takeovers, greenmail strategy, poison pills strategy, scorched earth strategy, golden parachutes, entrenchment hypothesis.

Funding: Independent work.

Введение.

В контексте современного экономического пространства – как внутри российского рынка, так и на уровне деятельности крупных международных компаний и транснациональных корпораций – сделки по слиянию и поглощению (в англоязычных источниках именуемые устойчивым термином «mergers & acquisitions», или сокр. «M&A») выступают неотъемлемым инструментом корпоративной реструктуризации, позволяющим хозяйствующим субъектам по

всему миру адаптироваться к изменениям рыночной конъюнктуры, усиливать конкурентные позиции и оказывать давление на других игроков внутри отдельных отраслей, оптимизировать издержки и обеспечивать устойчивое развитие посредством масштабирования бизнеса. Более того, как отмечает М. Ильичева, в российской практике сделки «M&A» выполняют функции инструмента консолидации капитала, реструктуризации целых отраслей и оперативного пере-

распределения активов (в т. ч. посредством приобретения собственности ушедших после 2022 г. иностранных компаний) [5]. При этом в российской практике сделки «М&А» технически охватывают собой сразу три вида стратегических операций, предусмотренных соответствующими нормами Гражданского кодекса Российской Федерации (далее – ГК РФ) [1] и иных актов федерального законодательства, а именно – реорганизацию юридического лица (ст. 57 ГК РФ) [1] в форме слияния (ст. 16 Федерального закона №208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г., ст. 52 Федерального закона №14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 г.) [2, 3] или присоединения (ст. 57, 58 ГК РФ) [1] акционерных обществ и реструктуризацию в форме поглощения, при котором одно юридическое лицо (т. н. «холдинговая компания») устанавливает контроль над другим путем приобретения контрольного пакета его голосующих акций (50% и более) либо ключевых активов компании (ст. 57, 58 ГК РФ, ст. Указа Президента РФ №1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» от 16.11.1992 г.) [1, 4].

Таким образом, по справедливому замечанию Р. О. Восканян, в отличие от операций слияния и присоединения, основанных на решении органов управления и взаимном согласии сторон, механизм поглощения позволяет осуществлять переход контроля через рыночные инструменты напрямую (посредством покупки контрольного пакета акций или ключевых активов), т. е. в обход воли менеджмента целевой компании [10].

Таким образом, поглощение компании в рамках сделок «М&А» возможно в двух, существенно отличных друг от друга форматах:

- в традиционном для операций «М&А» формате согласованной сделки, которая осуществляется по инициативе сторон с одобрения совета директоров целевой компании и направлена на мягкую реструктуризацию и интеграцию поглощаемой компании в правовую и управленческую вертикаль холдинговой компании (классическим примером «мягкого» согласованного поглощения в мировой корпоративной практике можно назвать покупку компании «LinkedIn» корпорацией «Microsoft» в 2016 г., или кейс приобретения управляющей компанией холдинга «X5 Retail Group» супермаркетов «О'Кей» по итогам длительных переговоров и

одобрения со стороны Федеральной Антимонопольной Службы РФ в 2017 г.) [9];

- в формате т. н. «недружественного» (или «враждебного») поглощения, когда холдинговая компания поглощает другое юридическое лицо через покупку акций на открытом рынке или прямое предложение акционерам в обход переговоров с менеджментом компании – т. к. в соответствии с законодательством большинства стран (в т. ч. в соответствии с нормами ГК РФ и положений ст. 31, 32 и 83 Федерального закона №208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г.) [1; 2], сделка по продаже акций не требует согласия на совершение со стороны совета директоров, акционеры (независимо от доли их акционерного участия) вправе самостоятельно отчуждать ценные бумаги компании в пользу холдинга, осуществляющего недружественное поглощение (наиболее известным примером недружественного поглощения в мировой практике выступает приобретение в 2009 г. американским концерном «Kraft Foods» британской кондитерской компании «Cadbury», сопровождавшееся предложением оферты в обход менеджмента напрямую акционерам «Cadbury» и активным сопротивлением совета директоров, который безуспешно пытался противостоять поглощению посредством переговоров о слиянии с компаниями «Hershey» и «Ferrero»).

В то же время, в отечественной правовой доктрине в настоящий момент не существует единого мнения относительно характеристики недружественных поглощений – исследователи, представители государственных ведомств и эксперты в сфере российской корпоративной практики по-разному оценивают причины и даже правовую природу этого явления. В частности, среди наиболее примечательных позиций предлагается выделить следующие:

- Так, президент Российского союза промышленников и предпринимателей (РСП) и Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (НИУ ВШЭ), А. Н. Шохин, отмечает, что современное российское законодательство и корпоративная культура уже на протяжении многих лет позволяют осуществлять практику недружественных поглощений посредством злоупотребления правом (как правило, в виде запрещенного ст. 10 ГК РФ [1], но трудно доказуемого на практике злоупотребления доминирующим положением на рынке) и неэтичных средств ведения переговоров о реструктуризации, но при этом без явного нарушения норм ГК РФ и положений Федерального закона №208-ФЗ «Об

акционерных обществах» от 26.12.1995 г. [2] – в частности, по словам самого А. Н. Шохина, недружественные поглощения следует оценивать как негативную и агрессивную, но вместе с тем «обычную практику корпоративной жизни» [17].

- Заведующая кафедрой финансового менеджмента Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова (РЭУ им. Г. В. Плеханова) Р. О. Восканян также воспринимает практику недружественных поглощений как негативное следствие издержек свободного рынка и механизм агрессивного расширения корпоративных структур, при котором «финансово устойчивая поглощающая компания с уникальными конкурентными преимуществами поглощает незащищенный малый и средний бизнес на ранних этапах развития», однако воздерживается от оценки данной практики как незаконной [9].

- Доцент кафедры гражданского и предпринимательского права НИУ ВШЭ О. С. Ерахтина, напротив, настаивает на том, что, в отличие от международной практики, для российского опыта характерно использование незаконных или «квази-законных» способов недружественного поглощения – в частности, по словам автора: «Если в международной корпоративной практике недружественные поглощения в большинстве случаев являются легальным явлением, в России они, как правило, имеют нелегальную или квазилегальную основу (основаны на злоупотреблении правом или манипуляциях, связанных с пробелами в законодательстве)» [14].

- В свою очередь, президент Северо-Западного Центра корпоративного управления и основатель онлайн-проекта правового сопровождения бизнес-процессов «succession.ru», В. А. Королев, также воздерживается от отнесения инструментов недружественного поглощения к числу противоправных практик и предлагает рассматривать данное в плоскости теории агентских отношений или т. н. «агентской проблемы» (в англоязычных источниках именуемой устойчивым термином англ. «principal-agent problem»), т. е. как риск реструктуризации компании вследствие конфликта интересов акционеров (принципалов) в сфере максимизации прибыли в отдельно взятый момент времени и совета директоров (агентов) в части сохранения контроля над управлением целевой компанией [16].

Таким образом, по мнению В. А. Королева, с точки зрения теории корпоративного управления, недружественное поглощение – это следствие невозможности разрешения дипломатиче-

ским путем корпоративного конфликта между менеджментом и крупными акционерами поглощаемой компании, в результате которого владельцы акций отчуждают свою акционерную долю в пользу заинтересованного холдинга, стремящегося к поглощению целевого актива [16].

Обсуждение.

Исследуя первопричины явления недружественных поглощений следует обратиться к классической статье американских экономистов М. Дженсена и У. Меклина «Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности» (ориг. англ. «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure») 1976 г., посвященной установлению объективных связей между проблемами согласования интересов ключевых групп влияния в рамках корпоративных структур и рисками долгосрочного характера (в т. ч. в части недружественного поглощения более сплоченными и агрессивными конкурентами) [12]. Так, рассматривая структуру управления и «агентские» отношения совета директоров и менеджмента компании как переменные, определяющие устойчивость корпоративного управления, М. Дженсен и У. Меклинг приводят к выводу о том, что что степень дисперсного «рассеивания» акций компании напрямую влияет на вероятность возникновения конфликтов интересов между менеджментом и акционерами, а следовательно – и на уязвимость компании перед попытками установления контроля со стороны агрессивных конкурентов [12].

В частности, согласно закономерности, выявленной М. Дженсеном и У. Меклингом и получившей название «принципа (или гипотезы) конвергенции интересов» (ориг. англ. «Interest convergence principle»): чем меньше доля собственности, которая находится в руках менеджмента, тем выше вероятность того, что совет директоров будет действовать не в интересах акционеров, а для целей укрепления собственного влияния и расширения привилегий [12].

Следовательно, при высоком уровне участия в капитале компании менеджеры фактически выступают в роли собственников акций и в большей степени стремятся к максимизации общей стоимости компании, нежели к росту собственного влияния внутри управленческой структуры.

Однако, в то же время, по справедливому замечанию В. А. Королева, «гипотеза конвергенции интересов» вступает в противоречие с другим широко известным принципом в теории корпоративного управления – т. н. «теорией окопавшихся

менеджеров», разработанной авторами исследования на тему «Участие менеджмента в собственности и оценка рыночной стоимости: эмпирический анализ» (ориг. англ. «Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis») 1988 г. М. Морком, А. Шлайфером и Р. Вишнеем. «Теория окопавшихся менеджеров» опирается на эмпирическое наблюдение, в соответствии с которым, при достижении определенного уровня владения акциями общества (по мнению авторов, в контексте американской практики пороговым значением следует считать контрольный пакет в 30% голосующих акций) менеджмент в лице совета директоров получает возможность заблокировать любые попытки смены руководства (в т. ч. посредством рыночных механизмов недружественного поглощения), тем самым снижая дисциплинирующий эффект от любых рисков внешнего воздействия [18].

Следовательно, в условиях фактического «окапывания» менеджмента, его мотивация к эффективному управлению ослабевает (по словам авторов, «окопавшимся менеджерам не угрожает ни потеря работы, ни потеря социального положения»), а компания не только и не столько превентивно пресекает любые потенциальные попытки поглощения, но при этом также теряет в капитализации и конкурентных преимуществах вследствие низкой инвестиционной привлекательности и стагнации. Так, комментируя исследование М. Морка, А. Шлайфера и Р. Вишнея, В. А. Королев отмечает, что: «Судя по всему, гипотезы «конвергенции интересов» и «окопавшихся менеджеров» при определенных условиях действуют в противоположных направлениях. Авторы (М. Морк, А. Шлайфер и Р. Вишней) исследовали зависимость, существующую между рыночной ценой материальных активов компаний и долей менеджеров в ее капитале. Они установили, что при росте доли менеджера от 0% до 5% рыночная цена компании растет, затем с ростом доли до 25% падает, а потом снова растет. Авторы полагают, и мы целиком с этим согласны, что рост стоимости активов отражает усиление конвергенции интересов, а падение — усиление «окопанности» [16].

Из этого вывода следует, что сопоставление принципов «конвергенции интересов» и «окапывания менеджмента» демонстрирует, что воздействие структуры собственности на устойчивость и уязвимость компании к недружественным поглощениям является амбивалентным: при умеренном уровне участия менеджмента в акционерном капитале усиливается его заинтересован-

ность в успехе компании (через эффект конвергенции), однако, при чрезмерной концентрации собственности в руках дирекции компании — ослабляется внешняя дисциплина и возникает эффект «окапывания». Следовательно, возможность недружественного поглощения, как крайняя мера рыночного контроля, сама по себе, играет роль сдерживающего фактора, побуждающего менеджеров к прозрачному и рациональному управлению активами компании — следовательно любые способы противодействия.

Таким образом, в зависимости от обстоятельств, недружественное поглощение можно рассматривать и как частный случай вредного для долгосрочных интересов компании недальновидного поведения мажоритарных акционеров, и как способ смещения неэффективного менеджмента, потерявшего устойчивый конструктивный контакт с акционерами, посредством механизмов рыночного давления — прежде, чем руководство компании предпримет попытку «окапывания».

В этом контексте, мы полагаем целесообразным разделить способы противодействия практике недружественного поглощения на две принципиально различные группы управленческих решений:

- так, при описании методов противодействия поглощению подавляющее большинство исследователей (например, А. В. Беляков, Р. О. Восканян, Р. В. Друзин) исходят из ситуации, в которой действительный *status quo* компании либо стремятся сохранить и совет директоров, и ее основные акционеры, либо за сохранение структуры борется менеджмент хозяйствующего субъекта, вследствие чего такие методы описывают тактики совместных действий менеджмента и акционеров или только действия менеджмента в ситуации, когда поглощение неизбежно, но ему можно оказать сопротивление — следовательно, такие методы следует относить к способам оперативного сопротивления;

- в то же время, некоторые исследователи (например, О. С. Ерахтина, В. А. Королев) предлагают к рассмотрению потенциально эффективные методы профилактики (англ. «preventive antitakeover measures»), которые превентивно снижают общие риски недружественного поглощения.

Следовательно, как указывает Р. О. Восканян, в случае, когда угроза недружественного установления корпоративного контроля приобретает конкретные очертания (например, при публичном предложении о выкупе акций, при резком росте доли участия одного из инвесторов либо

при очевидных попытках формирования оппозиционного состава совета директоров) ключевым фактором становится способность менеджмента и (в ряде случаев) действующих акционеров к оперативному реагированию [10]. Такие меры противодействия направлены не на устранение фундаментальных причин уязвимости компании, а на локализацию риска и отражение угрозы в пределах конкретной рыночной ситуации. Их главная особенность заключается в высокой интенсивности и краткосрочности действия, а также в том, что они, как правило, реализуются в условиях уже начавшейся конфронтации.

Результаты.

В мировой корпоративной практике выработан широкий спектр соответствующих оборонительных тактик, каждая из которых имеет специфический механизм реализации и предполагает различную степень вовлеченности участников корпоративного конфликта. Однако, в то же время, как справедливо отмечает О. С. Ерахтина, подавляющее большинство механизмов оперативного сопротивления либо прямо не адаптированы к российской правовой среде, либо теряют свою эффективность в силу отсутствия надлежащей институциональной и правовой базы [14].

Следовательно, в рамках описания каждого из методов оперативного противодействия представляется необходимым указать соответствующую «поправку» с учетом применимости в рамках российского законодательства. Так, среди наиболее известных форм сопротивления недружественному поглощению, получивших широкое распространение в корпоративной практике в России и (преимущественно) в зарубежных странах, предлагается выделить следующие методы:

- тактика «зеленого шантажа» (англ. «greenmail»): под «зеленым шантажом» в корпоративной практике понимается ситуация, при которой в ответ на выкуп акций с целью дальнейшего поглощения, менеджмент целевой компании инициирует переговоры по выкупу этих акций по завышенной цене, фактически выплачивая премию сверх номинальной стоимости акций за отказ от агрессивных действий, т. е. переводя риски полной реструктуризации в ситуацию фактического «шантажа» [11]. Ключевыми преимуществами тактики «зеленого шантажа» можно назвать относительно оперативную нейтрализацию угрозы поглощения и устранение агрессивного держателя акций с минимальным вмешательством в структуру управления, в то время как главными недостатками выступают высокая стоимость выкупа, угроза судебных претензий со

стороны миноритарных акционеров и фактический запрет практики «зеленого шантажа» в ряде национальных юрисдикций (например, в Великобритании, Японии, Канаде и некоторых штатах США, включая Нью-Йорк и Делавэр) [11]. По мнению Р. О. Восканян, практика «зеленого шантажа» в российском праве не регулируется напрямую, однако, вместе с тем, она не противоречит положениям корпоративного и гражданского законодательства; в то же время, неурегулированность последствий обратного выкупа акций, в соответствии с положениями ст. 72 и 75 Федерального закона №208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. [2], и возможные риски признания таких действий злоупотреблением правом или нарушением интересов миноритариев делают использование этого метода крайне затруднительным на практике. В частности, Р. О. Восканян подчеркивает, что применение данной тактики может быть целесообразным лишь в условиях высокой концентрации акционерного капитала у «поглотителя» и в отсутствие иных эффективных превентивных механизмов на уровне управления целевой компанией [11];

- тактика «отравленных пилюль» (англ. «poison pills»): как отмечает О. С. Ерахтина «ядовитые пилюли» представляют собой «права, эмитированные компанией-целью, размещенные между ее акционерами и дающие им право на выкуп дополнительного количества обыкновенных акций компании при наступлении определенного катализирующего события, которым может стать любая попытка изменения контроля над данной корпорацией, не согласованная с советом директоров» [11].

Таким образом, посредством «ядовитых пилюль» целевая компания внедряет механизмы, делающие приобретение контрольного пакета ее акций экономически нецелесообразным и сопряженным с организационными сложностями в случае попытки реструктуризации. С одной стороны, такое размывание доли способно существенно увеличить издержки потенциального поглотителя и даже сделать дальнейшее приобретение невозможным. Однако, как отмечает Р. О. Восканян, с точки зрения российских реалий, внедрение соответствующих «отравленных пилюль» требует согласования с миноритарными акционерами компании и может быть заблокировано, если держатели контрольного пакета акций заинтересованы в поглощении [9];

- тактика «выжженной земли» (англ. «scorched earth»): тактика «выжженной

земли» предполагает намеренное ухудшение инвестиционной привлекательности компании с тем, чтобы сделать ее объектом заведомо невыгодной сделки. В частности, в рамках этой стратегии руководство компании может принять решения о продаже стратегически важных активов, заключении невыгодных контрактов, привлечении долгосрочных обязательств или ином обременении имущества, в т. ч. через «протекционные» соглашения с третьими лицами (например, венчурными фондами). Формально тактика «выжженной земли» может быть реализована в российской практике, однако в случае инициирования судебного разбирательства действия по продаже ключевых активов или заключению явно невыгодных сделок могут быть квалифицированы как форма злоупотребления правом. В частности, как отмечает Р. О. Восканян, если в качестве формы реализации стратегии «выжженной земли» руководство компании принимает решение о распродаже активов по ликвидной стоимости, то оно автоматически «противоречит интересам бизнес-ангела и венчурного фонда, которые в данном случае вряд ли смогут получить долю в ликвидационной массе в достаточном объеме для покрытия первоначальных инвестиций с запланированной доходностью» [11].

Таким образом, как и в случае с тактикой «отравленных пилюль» при намеренном ухудшении инвестиционной привлекательности компании, руководство должно заручиться поддержкой акционеров, которые неминуемо понесут убытки вследствие деструктивных операций менеджмента;

- тактика «Белый рыцарь» (англ. «White Knight»): метод «Белого рыцаря» заключается в поиске дружественного инвестора, готового приобрести контрольный пакет акций на приемлемых для целевой компании условиях и, тем самым, опередить «недружественного» претендента. Среди прочих стратегий тактика «Белого рыцаря» чаще оценивается в правовой доктрине и литературе по практике корпоративного управления как «наименее токсичная», благодаря возможности противостоять поглощению в обход затратных и деструктивных практик – так, в отличие от захватчика, компания- «Белый рыцарь», как правило, выражает готовность сохранить действующий менеджмент, структуру корпоративного управления и стратегический вектор развития компании. В российских реалиях практика применения данного метода остается крайне редкой, однако, на зарубежных рынках, особенно в США и Великобритании, стратегия «Белого рыцаря»

считается классическим способом отражения враждебного поглощения, в том числе в сочетании с предварительным согласованием условий с основными акционерами (например, в 2014 г. канадская фармацевтическая группа «Valeant Pharmaceuticals» при поддержке хедж-фонда «Pershing Square Foundation» инициировала попытку недружественного поглощения ирландского фармацевтического концерна «Allergan». Однако в итоге, приобретателем компании стал «Белый рыцарь» в лице «Actavis Generics», предложивший сделку по дружественному поглощению на приемлемых для ирландской компании условиях). В качестве ключевых недостатков данного метода независимо от юрисдикции, Р. О. Восканян называет сложность поиска подобного «Белого рыцаря» и продолжительность реализации способа, что в совокупности не гарантирует его успешного исхода (особенно в ситуации, когда целевой компаний выступает юридическое лицо уровня среднего и малого бизнеса) [11];

- тактика «золотых парашютов» (англ. «golden parachutes»): наконец, тактика «золотых парашютов» носит наиболее «про-менеджерский» характер среди всех представленных в этом списке методов противодействия поглощению, т. к. технически не препятствует самим организационным и рыночным механизмам захвата контроля, но, вместе с тем, делает смещение руководства компании экономически нецелесообразным и обеспечивает приемлемые условия для «сдачи» менеджмента. В частности, как указывает Р. О. Восканян, данная тактика подразумевает внесение изменений в трудовые договоры руководящего состава и ценных сотрудников о выплате крупных премиальных выплат в случае инициированного новыми собственниками компании увольнения по результатам поглощения (как правило, размер выплат составляет несколько годовых окладов сотрудника, а срок подобных контрактов редко превышает 1 год) [11].

Таким образом, механизм «золотых парашютов» частично воспроизводит тактику «отравленных пилюль», закладывая своеобразную «мину отложенного действия» с триггером в момент начала процедуры реструктуризации компании.

Главной проблемой «золотых парашютов», в контексте российской и зарубежной практики корпоративного управления, выступает оспори́мый характер компенсационных контрактов, которые менеджеры, по сути, согласуют для себя самостоятельно. Так, например, в разное время на

основании необоснованности суммы назначенных компенсационных выплат были аннулированы «золотые парашюты» бывшего директора ПАО «ОГК-2» (в соответствии с Постановлением Шестнадцатого арбитражного апелляционного суда №16АП-2368/09 по делу №А63-2000/09-С2-4 от 10.06.2010 г.) [6] и бывшего директора ПАО «Ростелеком» (в соответствии с Определением Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда РФ №307-ЭС14-8853 по делу №А56-31942/2013 от 30.03.2015 г.) [7]. На сегодняшний день, в соответствии с положениями Постановления Пленума Верховного Суда РФ №21 «О некоторых вопросах, возникших у судов при применении законодательства, регулирующего труд руководителя организации и членов коллегиального исполнительного органа организации» от 02.06.2015 г., компенсационные выплаты руководству компании в случае прекращения трудового договора не могут превышать размера трехкратного среднего месячного заработка [5].

Заключение.

Способы и тактики оперативного сопротивления недружественному поглощению демонстрируют ограниченную эффективность как в мировой корпоративной практике, так и в контексте российской реалий. В этом контексте, нам представляется справедливым согласиться с мнением О. С. Ерахтиной о том, что в отсутствие устойчи-

вых и воспроизводимых результатов использования методов оперативного реагирования особое внимание следует уделить превентивным мерам, которые направлены на предупреждение недружественного поглощения и применяются до появления непосредственной угрозы [14].

В условиях ограниченной результативности тактик оперативного реагирования на угрозу недружественного поглощения, вызванной как правовыми, так и институциональными ограничениями, исследователи и эксперты в сфере практики корпоративного управления выражают большее доверие мерам долгосрочной профилактики, направленным на создание менее рискованной и более устойчивой, сбалансированной корпоративной архитектуры.

Наконец, парадоксальным образом выходит, что использование тактик «отравленных пилюль», «выжженной земли», «зеленого шантажа» или поиска «Белого рыцаря», как правило, требует применения крайне рискованных, высокоорганизованных и сложно согласованных совместных мер со стороны менеджмента и акционеров компании, хотя весь опыт изучения первопричин возникновения рисков недружественного поглощения свидетельствует в пользу того, что сама угроза поглощения возникла вследствие разобщенности и расхождения интересов директоров целевой компании и ее акционеров.

Конфликт интересов

Не указан.

Рецензия

Все статьи проходят рецензирование в формате double-blind peer review (рецензенту неизвестны имя и должность автора, автору неизвестны имя и должность рецензента). Рецензия может быть предоставлена заинтересованным лицам по запросу.

Conflict of Interest

None declared.

Review

All articles are reviewed in the double-blind peer review format (the reviewer does not know the name and position of the author, the author does not know the name and position of the reviewer). The review can be provided to interested persons upon request.

Список источников:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 №51-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс] URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (Дата обращения: 19.03.2025).
2. Федеральный закон №208-ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. (последняя редакция) // СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (Дата обращения: 19.03.2025).
3. Федеральный закон №14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 08.02.1998 г. (последняя редакция) // СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/a0505ad1f70f2516e6fdf28afb335c3973aed5b3/ (Дата обращения: 19.03.2025).
4. Указ Президента РФ №1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» от 16.11.1992 г. (последняя редакция) // СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190/ (Дата обращения: 19.03.2025).
5. Постановление Пленума Верховного Суда РФ №21 «О некоторых вопросах, возникших у судов при применении законодательства, регулирующего труд руководителя организации и членов коллегиального исполнительного органа организации» от 02.06.2015 г. // СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180535/ (Дата обращения: 19.03.2025).

6. Постановление Шестнадцатого арбитражного апелляционного суда №16АП-2368/09 по делу №А63-2000/09-С2-4 от 10.06.2010 г. // Официальный Портал Единой электронной базы данных судебных актов, судебных решений и нормативных документов «sudact.ru» [Электронный ресурс] URL: <https://sudact.ru/arbitral/doc/09-c2-4PnsD3CrYE/> (Дата обращения: 19.03.2025).
7. Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда РФ №307-ЭС14-8853 по делу №А56-31942/2013 от 30.03.2015 г. // Официальный Портал Единой электронной базы данных судебных актов, судебных решений и нормативных документов «sudact.ru» [Электронный ресурс] URL: <https://sudact.ru/vsrf/doc/lwuzCimF2Gd9/> (Дата обращения: 19.03.2025).
8. Беляков А. В. К вопросу о международной практике противодействия недружественным поглощениям // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». – 2011. – № 8 (70). – С. 209–212.
9. Восканян Р. О. Двухклассовая система формирования капитала компании: американский и британский опыт // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. – 2021. – № 1. – С. 111–120.
10. Восканян Р. О. Развитие системы защиты от недружественных сделок слияния и поглощения // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2021. – № 56. – С. 109–118.
11. Восканян Р. О. Двухклассовая система формирования капитала компании в странах БРИКС // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). – 2021. – № 3. – С. 274–287.
12. Дженсен М. С., Меклинг В. Х. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // Вестник Санкт-Петербургского университета. – 2004. – №4. – С. 118 – 191.
13. Друзин Р. В. Способы противодействия недружественному слиянию и поглощению // Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. – 2013. – № 5 (24). – С. 31–37.
14. Ерахтина О. С. Недружественные поглощения в России: правовые меры противодействия // Проблемы экономики и юридической практики. – 2014. – № 5. – С. 164 – 167.
15. Ильичева М. Сделки M&A: практические модели структурирования // Правовой портал «pravo.ru» [Электронный ресурс]. URL: <https://pravo.ru/opinion/251996/> (Дата обращения: 19.03.2025).
16. Королев В. А. «Агентская проблема» как источник корпоративного управления // Правовой портал Северо-Западного центра корпоративного управления [Электронный ресурс]. URL: <https://succession.ru/korporativnoe-upravleine-agentskaya-problema/> (Дата обращения: 19.03.2025).
17. Сидоров М. А., Шохин А. Н. Челюсти бизнеса // Бизнес. – 2005. – № 235. – С. 12 – 16.
18. Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol. 20. – P. 293–315.

References:

1. Civil Code of the Russian Federation // Legal Archive Service «ConsultantPlus». [Electronic resource]. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (View date: 19.03.2025).
2. Russian Federal Law «On Joint Stock Companies» // Legal Archive Service «ConsultantPlus». [Electronic resource]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (View date: 19.03.2025).
3. Russian Federal Law «On Limited Liability Companies» // Legal Archive Service «ConsultantPlus». [Electronic resource]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/a0505ad1f70f2516e6fdf28afb335c3973aed5b3/ (View date: 19.03.2025).
4. Decree of the President of the Russian Federation «On Measures to implement industrial Policy in the privatization of State-owned enterprises» // Legal Archive Service «ConsultantPlus». [Electronic resource]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_190/ (View date: 19.03.2025).
5. Resolution of the Plenum of the Supreme Court of the Russian Federation «On some issues raised by the courts in the application of legislation regulating the work of the head of the organization and members of the collegial executive body of the organization» // Legal Archive Service «ConsultantPlus». [Electronic resource]. URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180535/ (View date: 19.03.2025).
6. Decision of the Sixteenth Arbitration Court of Appeal №16AP-2368/09 in case №А63-2000/09-С2-4 dated 06.10.2010 // The Official Unified Electronic Database «sudact.ru» [Electronic resource] URL: <https://sudact.ru/arbitral/doc/09-c2-4PnsD3CrYE/> (View date: 19.03.2025).
7. Ruling of the Judicial Board for Economic Disputes of the Supreme Court of the Russian Federation No. 307-ES14-8853 in case No. A56-31942/2013 dated 30.03.2015 // The Official Unified Electronic Database «sudact.ru» [Electronic resource] URL: <https://sudact.ru/vsrf/doc/lwuzCimF2Gd9/> (View date: 19.03.2025).
8. Belyakov A. V. On the issue of international practices in counteracting hostile takeovers // Vestnik of RSUH. Series «Economics. Management. Law». – 2011. – No. 8 (70). – P. 209–212.
9. Voskanian R. O. Dual-class share structure: American and British experience // ETAP: Economic Theory, Analysis, Practice. – 2021. – No. 1. – P. 111–120.

-
10. Voskarian R. O. *Development of protection systems against hostile mergers and acquisitions // Bulletin of Tomsk State University. Economics.* – 2021. – No. 56. – P. 109–118.
 11. Voskarian R. O. *Dual-class share structure in BRICS countries // MIR (Modernization. Innovation. Development).* – 2021. – No. 3. – P. 274–287.
 12. Jensen M. C., Meckling W. H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // Bulletin of St. Petersburg University.* – 2004. – No. 4. – P. 118–191.
 13. Druzin R. V. *Methods of counteracting hostile mergers and acquisitions // Scientific Bulletin: Finance, Banks, Investments.* – 2013. – No. 5 (24). – P. 31–37.
 14. Yerakhtina O. S. *Hostile takeovers in Russia: Legal countermeasures // Problems of Economics and Legal Practice.* – 2014. – No. 5. – P. 164–167.
 15. Пыичева М. *M&A deals: Practical structuring models // Legal portal [Electronic resource]. URL: <https://pravo.ru/opinion/251996/> (View date: 19.03.2025).*
 16. Korolev V. A. *The agency problem as a source of corporate governance // Legal portal of the Northwestern Center for Corporate Governance [Electronic resource]. URL: <https://succession.ru/korporativnoe-upravleine-agentskaya-problema/> (View date: 19.03.2025).*
 17. Sidorov M. A., Shokhin A. N. *Business jaws // Business.* – 2005. – No. 235. – P. 12–16.
 18. Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // Journal of Financial Economics.* – 1988. – Vol. 20. – P. 293–315.

Информация об авторе:

Горбунов Станислав Валерьевич, Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, gorbunov_s_v@my.mgimo.ru
Stanislav V. Gorbunov, Moscow State Institute of International Relations (University) Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation.

Статья поступила в редакцию / The article was submitted 30.04.2025;
Одобрена после рецензирования / Approved after reviewing 14.05.2025;
Принята к публикации / Accepted for publication 20.05.2025.
Автором окончательный вариант рукописи одобрен.