

ЗАЧЕМ КОМПАНИЯМ обмениваться акциями?

ТЕМА ДЛЯ РАЗМЫШЛЕНИЯ:

обмен акциями между двумя акционерными компаниями способствует повышенной обоюдной заинтересованности участников. С другой стороны, допуск любого нового акционера, даже миноритария, способен нанести обществу урон, во много раз превосходящий все те преимущества, которые первоначальные участники намеревались достичь при заключении соглашения о вступлении в акционерный капитал.

⚙️ **Инструменты:** «перекрестное владение в холдинге», обмен акциями как инструмент поглощений, due diligence, стратегический альянс

👤 **Авторы:** **АЛЕКСАНДР БУРКАТОВСКИЙ**, юрист Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», к.ю.н; **ВЛАДИМИР КУЗНЕЦОВ**, юрист Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», магистр юриспруденции (РШЧП)

» **«Обмен акциями»: варианты интерпретации.** Под «обменом акций» можно понимать как внутренний процесс обмена акций при снижении капитала (обмен старых акций на уменьшенное количество новых акций при сохранении номинальной стоимости акций in summa), так и обмен акциями между двумя компаниями. Степень связи между такими компаниями позволяет различать «обмен акциями» в форме т.н. «перекрестного владения» между материнской и дочерней компаниями (шире – компаниями, объединенными в холдинговую структуру), с одной стороны, а также между независимыми компаниями – с другой.

«Перекрестное владение» в холдинге. Следуя традиционной пропорции распределения голосов на

общем собрании в зависимости от доли участия в капитале компании («одна акция – один голос»), контроль над корпорацией может быть обеспечен путем приобретения большей части прав, вытекающих из владения акциями. Однако если лицо (группа) желает приобрести либо сохранить контроль над одной или несколькими компаниями, а также создать группу компаний, обеспечив полный контроль над каждой из них, издержки на приобретение или формирование контрольных пакетов в таких компаниях могут быть достаточно велики.

В случаях, когда контроль имеет приоритетное значение, возможны исключения из правила «одна акция – один голос», позволяющие контролирующему лицу «пожертвовать» частью текущих доходов

от деятельности корпораций, вовлекаемых в цепочку перекрестных связей.

Одним из таких феноменов является перекрестное владение акциями. Под «перекрестным владением» (cross-shareholding, cross-holding) понимается механизм, с помощью которого компании группы могут быть объединены в единую «цепочку» (речь может идти как о создании горизонтальных связей, так и вертикальных – в зависимости от того, какого результата желают достигнуть контролирующие лица¹) путем участия в капиталах (приобретения акций) друг друга. При этом права голоса, предоставляемые акциями, находящимися в «перекрестном владении», используемые для контроля над группой, оказываются распределены между компаниями группы. Технически это не препятствует объединению указанных голосов – прямо или опосредованно – в руках одного лица или группы контролирующих лиц².

Подобная организационная структура обеспечивает непропорциональное распределение контроля над компанией и экономических выгод от участия в ней. В частности, перекрестное владение позволяет сократить издержки на держание (приобретение, формирование) контрольных пакетов в компаниях холдинга за счет уменьшения доли участия в капитале компании при сохранении права принимать ключевые решения.

Но нельзя считать благом «перекрестное владение» в холдингах. Нельзя забывать о том, что на практике подобная структура бизнеса нередко используется менеджментом головной компании для извлечения частных выгод,

а также контролирующими акционерами – с целью угнетения миноритарных участников (в компаниях с концентрированной структурой капитала).

«Обмен акциями» как инструмент поглощений. Иногда обмен акций используется для консолидации ряда прежде разрозненных компаний различного профиля деятельности, и, как следствие, создания единой корпоративной структуры. Показательным здесь является пример группы ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС» путем объединения ряда лидирующих предприятий отрасли. Обмен полученных в результате допэмиссии собственных акций «ИНТЕР РАО ЕЭС» на акции компаний группы позволил сформировать крупнейший в России энергохолдинг, объединяющий генерирующие, сетевые, сбытовые активы, а также располагающий значительными возможностями для управления компаниями группы силами входящих в нее управляющих компаний.

► **Стратегический альянс.** Стратегический альянс является формой кооперации между двумя или более самостоятельными компаниями по сотрудничеству в области сбыта продукции, научных исследований и опытно-конструкторских разработок, производства продукции, технологического развития. Обеспеченное соглашением о создании альянса сотрудничество между группами способно обеспечить участникам лучшие результаты по сравнению с теми, которые могли бы быть получены от простой сделки по созданию проектной компании. Поскольку конкурентные рынки позволяют повышать выгоды, получаемые от подобных

○К примеру, говоря о производственно-сбытовом холдинге, горизонтальные связи в большей степени ориентированы на объединение производственных звеньев одного уровня (в отличие от вертикальных структур, обеспечивающих функционирование производственной цепочки от производителя до розничного продавца). See, Dine, Janet, *The Governance of Corporate Groups*, Cambridge University Press (Virtual Publishing) (2003), pp. 39-40, Guth, Werner, Nikiforakis, Nikos and Normann, Hans Theo, *Vertical Cross-Shareholding: Theory and Experimental Evidence* (2006) *International Journal of Industrial Organization*, Forthcoming, available at: <http://ssrn.com/abstract=952954>

○Morck, Randall, Wolfenzon, Daniel and Yeung, Bernard, *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth* (2004) NBER Working Paper No. 10692, available at: <http://www.nber.org/papers/w10692>

©Kummer, Christian, Internationale Fusions – und Aquisitionsaktivität – historische Entwicklung, Verbreitung und strategische Intentionen (2005), p. 25.

©Справедливости ради следует отметить, что названная кооперация не породила совместных структур по весьма банальной причине. После того, как члены японской делегации были обвинены в индустриальном шпионаже на фабрике Zeiss Jena, немецкая сторона отказалась от создания совместного предприятия. Готовые линзы пересылаются Sony и монтируются в фототехнику.

©См. дальнейшие примеры альянсов в Kutschker, Michael, Schmid, Stefan, Internationales Management, 2009, pp. 895-898.

©Cornett, Christian, Treubindung gegenüber dem Eigeninteresse bei abhängigen Gesellschaften, 2003, p. 229.

сделок, альянсы могут сохранять лидирующие позиции на рынке, лишь совершая планомерные систематические улучшения в рамках созданной структуры.³

Стратегические альянсы могут формироваться и на определенный период. При этом длительность альянса в первую очередь определяется целью его создания и ожидаемыми инвестициями действующих сторон, а также синергетическим успехом проекта. К примеру, создание альянса в области research&development между фармакологическими компаниями обычно связано с меньшими затратами, нежели формирование совместной инфраструктуры по сборке автомобилей под эгидой нескольких производителей. С другой стороны, успех совместной работы, выраженный в создании и выпуске на рынок такого продукта как, например, Виагра ("Pfaizer PGM"), обеспечивает выживаемость альянса – значительно выше, чем в альянсе гигантов автомобильной индустрии, не дающем ожидаемого результата (пример концерна "DaimlerChrysler AG").

В отличие от joint venture соглашение о создании стратегического альянса не предусматривает смешения капитала участников. Но на практике достижение общей цели альянса нередко требует создания общей инфраструктуры в рамках совместного предприятия (проектной компании).

В условиях рыночной экономики стратегические альянсы позволяют бизнесу создать конкурентное преимущество за счет доступа к ресурсам и способностям партнера – таким как рынки, технологии, капиталы и человеческие ресурсы. Синергический эффект дает при этом участникам

альянса возможность увеличить собственные возможности и за счет этого расти и расширяться быстрее и эффективнее. Нередко создание альянса является единственной возможностью участников достичь достаточной рыночной величины для вступления в конкуренцию с уже существующими игроками рынка.

» Соотношение с другими формами кооперации.

Как было сказано ранее, создание стратегического альянса в теории не требует создания совместных предприятий с единой инфраструктурой и участием учредителей в их капитале. Классическим примером такого «свободного» альянса является кооперация японской компании Sony и немецкого производителя оптики Zeiss Jena. Таким образом, стратегические альянсы являются некой оболочкой содействия участников, способной создать основу для их кооперации без заключения дополнительных договоренностей или создания новых юридических лиц.⁴

На практике существующие «сами по себе» стратегические альянсы встречаются довольно часто. Лучшим примером на сегодняшний день является авиационная индустрия, оперирующая с альянсами в области пассажирской авиации и технологии. В первом случае Staralliance ("Lufthansa", "China Airlines", "Continental", "Austrian Airlines", "LOT Swiss" и др.) успешно конкурирует с Oneworld ("British Airlines", "Cathay Pacific", "American Airlines", "Finnair", "Iberia", "Quantas") и "SkyTeam" ("Delta Airlines", "Air France", "Aeromexico", "Continental"). Примером в области проектирования является альянс между "Aerospatiale",

"CASA", "DASA" (объединенные в "EADS"), "BAE Systems", "Rolls-Royce", "Dessault", "Saab" и "Fairchild". Названные компании уже второе десятилетие совместно развивают технику, находящую применение в пассажирской и военной авиации.⁵

Но достижение синергии путем совмещения имеющихся преимуществ нередко требует создания совместных структур, вбирающих в себя технологии, капиталы и кадровые ресурсы участников. Более того, создание совместных предприятий и связанные с этим инвестиции и участие в капитале прочно связывают участников альянса, увеличивая их склонность к нахождению компромиссов в совместной работе.⁶

Исходя из требуемых затрат и экономического риска стратегические альянсы возможны в последующих формах (от большего риска к меньшему):

- слияние или поглощение, ведущее к образованию нового юридического лица;
- создание совместного предприятия двумя или больше игроками рынка с целью достижения общих целей;
- участие в капитале путем выкупа доли, обмена акциями или другой сравнимой сделки;
- research & development альянс, заключенный участниками для совместного развития продуктов;
- know-how альянс с целью приобретения техники и лицензий одним участником у другого;
- OEM/No-Name альянс, путем которого один из участников отвечает за сбыт

продуктов другого либо под маркой партнера (Original Equipment Manufacturer), либо под собственной маркой (No-name);

- Альянс чистого маркетинга и сбыта.

► **Участие в капитале как средство кооперации.** Как было сказано ранее, вступление в стратегический альянс представляет кооперирующим сторонам широкий круг возможностей развития.

К числу таких неоспоримых преимуществ следует отнести:

- возможность использования опыта и знаний партнера, накапливая при этом собственный потенциал, адаптироваться к изменениям рынка, совместно развивать новые продукты;
- получение доступа к новым ресурсам, совершенствование использования производственных мощностей;
- уменьшение общих затрат, распределение рисков;
- приобретение возможности внедриться в новые сферы и рынки;
- облегчение решения непредвиденных новых задач, диверсификации, отражения натиска конкуренции;
- получение взаимной поддержки, достижение синергического эффекта;
- ускорение рыночной реакции.

Вместе с тем, стратегические альянсы несут в себе определенные опасности для участников, не устраняемые соглашением о кооперации или созданием совместного предприятия. Среди таких рисков следует выделить:

Труфкин, А.С. Особенности транснациональных стратегических альянсов на современном этапе экономики, 2010, с. 71-91.

Веснин, В.Р. Стратегический менеджмент, 2008, с. 224.

Dinstuhl, Volker, Konzernbezogene Unternehmensbewertung, 2002, p. 144.

- риск утраты превосходства в технологии и (или) конкурентной позиции;
- потеря времени, капитала и статуса в случае неудачи проекта;
- риск неудачи по вине партнеров;
- утрата автономии и единоличного контроля над деятельностью, особенно в случае преимущества и (или) зависимости одного из партнеров;
- потеря стабильности в силу зависимости от партнеров;
- обострение конкуренции с соперниками альянса, а также возможность конкуренции с партнерами, покинувшими альянс после получения достаточных технических знаний;
- усложнение координации, особенно в рамках транснациональных альянсов;
- неоднозначность отношения национальных властей и возможность ухудшения позиции в силу особенностей национального законодательства⁷.

Анализ рисков позволяет сделать вывод, что подавляющее большинство из них являются прямым последствием заключения «свободных альянсов», включающих в себя создание совместных предприятий, и представляют собой, по сути, обратную сторону медали кооперации. Вместе с тем, большая опасность заключения подобных альянсов исходит от будущих партнеров и определенной непредсказуемости их поведения.

Здесь действует аксиома, что увеличение зависимости партнеров друг от друга способно позитивно повлиять на их поведение

в альянсе. Наилучшим способом достижения такой зависимости является обмен акциями партнеров, ведущий к повышенной чувствительности сторон во взаимных отношениях. Создание перекрестной зависимости создает для участников повод для улучшения координации совместной деятельности и снижает риск оппортунистического поведения партнера, иных негативных действий, основанных на эгоистичных мотивах. Укрепив тем самым созданный альянс, каждая из сторон получает возможность улучшить собственную позицию на рынке, передав пакет акций находящемуся в зависимости «товарищу», снизив тем самым свою привлекательность для враждебного поглощения конкурентом. Оценка пакета акций, предназначенного для обмена, способна также повысить рыночную стоимость участников обмена акциями.⁸

Стоит помнить, что обмен акциями не только средство исключения всех потенциальных рисков вступления в стратегический альянс. Он заключает в себе определенные риски для участников такой транзакции. К рискам можно отнести:

- размывание собственного капитала, путем опосредованного участия каждой из сторон в собственном капитале, а также вследствие получения акций партнера (обычно выпущенных в ходе допэмиссии) (см. пример влияния последствий катастрофы в Мексиканском заливе на курс акций BP)⁹.
- устранение возможности действительных акционеров воздействовать на управление компанией (при очень крупных пакетах

- обменываемых акций);
- опасность получения нежеланного акционера в случае поглощения партнера и отсутствия договоренности о предварительном перекрестном выкупе акций;
- опасность ухудшения собственной капитализации в силу неправильной оценки состояния партнера, упущения из виду определенных рисков его развития и т.д.

Решением части названных проблем, в первую очередь, является тщательный анализ состояния партнера, его развития, позиции на рынке, существующей конкуренции и т.д. Как показывает упомянутый пример неудачной связи "DaimlerChrysler AG", качественно и тщательно проведенный due dilligence способен сэкономить участникам возможные потери времени и расходов, а также предотвратить утрату имиджа в следствие ошибок одного из партнеров. Не менее важным является изучение философии будущего партнера, влияющей на кооперацию не менее, чем его текущее экономическое состояние. Возможность размытия собственного капитала и потеря воздействия акционеров может частично быть устранена путем обмена пакетами акций, не превышающих определенного размера (например, 10-15 процентов общего акционерного капитала). Один из партнеров может столкнуться с проблемой защиты миноритарных акционеров в стране. Особенно, если речь будет идти о России, где законодательство не обеспечивает надлежащей защиты миноритариев и предотвращает этим кооперации национальных компаний с зарубежными партнерами.

Но, несмотря на, возможные риски, обмен пакетами акций в рамках стратегических альянсов является средством укрепления многолетней и успешной кооперации.

» **Примеры создания стратегических альянсов.** Ярким примером удавшегося стратегического альянса с созданием совместного предприятия и обменом акциями между учредителями следует признать альянс компаний "Renault" и "Nissan", заключенный в 1999 году. Альянс изначально предусматривал взаимный обмен акциями: "Renault" получила 36,8% акций "Nissan", заплатив 5,4 млрд. долларов, предусмотрев опцию по увеличению своего пакета до 44,4%.

В июле 1999 года был подписан устав альянса, предусматривающий такие принципы, как согласованность целей, взаимное доверие, взаимное уважение и баланс интересов. Успешно реализованными целями такого союза стало вхождение в число трех ведущих автомобильных групп по качеству продуктов и услуг в каждом регионе и рыночном сегменте, по ключевым технологиям и по прибыли от операций.

В 2002 году, после увеличения пакета "Renault", "Nissan" приобрел 15% акций Renault, не предоставляющих права голоса. Тогда же была основана совместная управляющая компания – Renault-Nissan B.V. с штаб-квартирой в Нидерландах. Создание совместного предприятия позволило партнерам ускорить внедрение совместных проектов. Каждый из участников обладает 50-процентной долей в управляющей компании, 100-процентными «дочками» которой являются



10 См. Труфкин А.С.,
Указ. соч., с. 39.

RNPA (Renault Nissan Purchasing Organisation) и RNIS (Renault Nissan Information Services). Совместная управляющая компания возглавляется Советом директоров альянса, в который входят по три представителя от каждого партнера и генеральные директора компании¹⁰.

Интересным для исследования примером можно считать неосуществленный стратегический альянс российской государственной нефтегазовой компании ОАО «НК «Роснефть» и четвертой по размеру мировой нефтегазовой компанией British Petroleum Plc. Компания намеревалась осуществить совместный проект по освоению трех крупнейших шельфовых месторождений Карского моря, лицензией на которые обладает «Роснефть». В свою очередь, BP готова была предоставить свой значительный опыт по работе на шельфовых полях.

Процесс создания альянса состоял из ряда процедур:

- собственно обмен акциями, в результате которого «Роснефть» должна была получить 5% обыкновенных акций BP, выпущенных в рамках допэмиссии, а BP – примерно 9.5% акций Роснефти, что позволило бы Роснефти консолидировать, вместе с ранее приобретенными, 10.75% в капитале BP;
- установление двухлетнего моратория на продажу акций, а также определенные ограничения на продажу акций впоследствии;
- обсуждение возможности вхождения представителей участников в советы директоров друг друга;
- совместные исследования

в регионе осуществления проекта в двухлетней перспективе должны были привести к созданию проектной исследовательской компании с 67%-ным участием «Роснефти» и 33%-ным – BP, а также к оформлению итоговых соглашений, в которых стороны проекта намеревались закрепить корпоративную структуру, детали работы над этапами проекта, финансирования и проч.

Среди целей обмена акциями стороны называли необходимость участвовать в обсуждении и принятии решений по ключевым вопросам деятельности и управления, получении таким образом широкого комплекса финансовой и технической информации о деятельности партнера, участие в повышении капитализации друг друга, которая не заставила себя ждать и первые же дни после объявления об оформлении альянса.

Однако в отсутствие, по мнению аналитиков, значимых экономических рисков (помимо значительного срока реализации и неочевидности результатов) проекта, судьба его предreshена вмешательством участником российских проектов британской компании в России – ТНК-BP.

Другим интересным примером создания предприятия на базе обмена собственными акциями может стать сотрудничество российской «АвтоВАЗ» и вышеупомянутого международного концерна Renault-Nissan в целях технологического развития и продвижения на российский рынок продукции совместной компании и ее зарубежных участников. Но в настоящее время о деталях данной сделки ничего неизвестно. ■