

Защита от враждебного поглощения при IPO

Андрей Лукашов, MBA (Чикагский университет, специализация – аналитические финансы и финансовый менеджмент), независимый консультант

Американские компании разработали целый арсенал средств по защите бизнеса от враждебного поглощения при IPO. Некоторые из них применимы и в российских условиях.

В первой части статьи¹ мы рассмотрели основные методы защиты от враждебного захвата, которые американские компании используют при проведении IPO. Так, мы рассказали об эшелонированном совете директоров, о способе «отравленной пилули», а также о создании нескольких классов акций с разными правами голосования.

Помимо этих методов защиты существуют и другие, которые также прописываются в уставах компаний. Взятые отдельно, они не достаточны для успешной обороны компании. Но в комбинации с другими средствами могут значительно затруднить процесс враждебного захвата. Расскажем подробнее о каждом из них.

Положения Устава компании

«Справедливая цена акций». Данное положение устава первоначаль-

но было разработано для защиты от наиболее агрессивного метода нападения. Агрессор предлагает фиксированную цену за приобретение блока акций, необходимого ему для установления контроля. При этом для всех остальных акций после получения контроля цена устанавливается на значительно более низком уровне. Таким образом, агрессор создает для владельцев акций ситуацию «дилеммы узников» (термин из теории игр). Она заключается в том, что каждый акционер боится оказаться в числе опоздавших и спешит продать свои акции по фиксированной цене, даже если она занижена.

Предупредить такую ситуацию можно, прописав в Уставе компании положение о «справедливой цене акций». Оно требует, чтобы покупатель контрольного пакета акций (которым, в частности, может быть и агрессор) заплатил всем оставшимся акционерам такую же (или наивысшую) цену, по которой он приобрел

контрольный пакет. Данное положение способно сделать скупку акций компании для агрессора непривлекательной. Во многих штатах требование «справедливой цены» закреплено в законодательстве.

«Другие заинтересованные лица». Согласно этому положению, совет директоров, принимая решение о сделке, помимо экономических интересов акционеров должен также учесть интересы прочих связанных с фирмой лиц. Например, клиентов, поставщиков, сотрудников фирмы, а также населения региона, в котором работает компания.

Это положение является настолько важным, что в 80-х годах – в период бума враждебных поглощений – оно было внесено в корпоративное законодательство 31 штата.

«Ограничения на бизнес-комбинации». В Устав вводится положение, запрещающее бизнес-комбинации между фирмой и ее отдельным акционером, который приобрел без предварительного согласия руководства более 10 процентов акций. Под бизнес-комбинациями здесь подразумеваются слияние, продажа активов и прочие сделки. Обычно запрет остается в силе на протяжении 3–5 лет. Таким образом, если какой-

¹ Продолжение. Начало в № 3 за 2005 год.

либо акционер без согласия руководства фирмы аккумулировал более 10 процентов акций, то следующие 3–5 лет он не сможет начать процесс смены контроля над фирмой.

«Золотые, серебряные и оловянные парашюты». Это средство гарантирует защиту сотрудников в случае изменения контроля над компанией. Заключается оно, в основном, в выплате денежных компенсаций.

«Золотые парашюты» предназначены, как правило, для генерального директора и пяти топ-менеджеров корпорации. По величине они должны составлять, как минимум, три годовые базовые зарплаты плюс бонусы. «Серебряные парашюты» предназначены для менеджеров среднего звена и обычно составляют от 1,5 до 2 годовых зарплат с бонусом. «Оловянные парашюты» дают гарантии всем остальным сотрудникам компании. Размер выплат по ним зависит от стажа и возраста работника, но не превышает 1,5 годовые зарплаты. Все «парашюты», как правило, вступают в силу в случае совершения двух событий – изменения контроля над корпорацией и последующего увольнения сотрудника, при условии, что эти перемены неподконтрольны менеджерам корпорации.

«Абсолютное большинство для одобрения сделки по слиянию и поглощению». Это положение требует, чтобы для одобрения сделки по изменению контроля было получено согласие не менее 2/3 всех голосующих акций. Если же абсолютное большинство голосует за одобрение сделки, то акционеры, голосующие против сделки, имеют право продать свои бумаги по «справедливой цене». Такое требование значительно затрудняет достижение положительного результата при голосовании о смене контроля в компании.



Роскошь

«золотых парашютов»

В 2001 году 81 процент крупнейших корпораций США применяли «золотые парашюты» и 7 процентов – «оловянные». В историю «золотых парашютов» вошел случай с Джоном Ридом, бывшим генеральным директором Citigroup Inc. Его компенсация составила 30 миллионов долларов плюс ежегодная выплата в 5 миллионов долларов пожизненно. Средний размер «золотого парашюта» для генеральных директоров тысячи крупнейших американских корпораций в 2001–2003 годах составил 16,5 миллиона долларов США.

Другой пример – «парашют» бывшего главы General Electric. Помимо денежных выплат, он включал право пользования корпоративным самолетом, места в ложах на стадионах, квартиру на Манхэттене, личного секретаря, членство в гольф-клубе и прочие привилегии, увеличившие стоимость «парашюта» более чем на 50 процентов.

«Сделки по слиянию должен одобрить директор-инсайдер». Это означает, что на сделку по слиянию и поглощению необходимо получить одобрение члена совета директоров, который является инсайдером фирмы (президент/генеральный директор).

Такой пункт Устава имеет смысл для компаний, у которых в совете директоров значительное число аутсайдеров, например, представителей венчурного капитала или частных инвестиционных фондов.

«Сделку по слиянию должны одобрить держатели особого класса акций фирмы». Данное положение требует, чтобы сделка была одобрена держателями второго класса акций, который не размещается в ходе IPO, а находится у инсайдеров (основателей) фирмы. Как правило, это ограниченный класс акций, не поступающий в свободное обращение на бирже.

«Ограничения на контрольное количество акций». Согласно данному положению, право голосования по акциям приостанавливается, если какой-либо акционер приобретает акций более определенного порогового количества. Обычно этот предел составляет 20, 33 или 50 процентов акций. В подобных случаях право голоса может быть восстановлено толь-

ко большинством или абсолютным большинством голосов остальных (незаинтересованных) акционеров.

Такое требование является одним из основных положений корпоративного законодательства на уровне штатов, и фирмам нет необходимости включать его в свой устав, так как они автоматически подпадают под его действие.

Оно фактически заставляет агрессора или получить одобрение акционеров, или потерять право голоса по своим акциям в случае продолжения враждебной скупки акций. Механизм здесь такой: когда доля акций у одного акционера достигает порогового значения, покупатель должен заполнить и подать в компанию информационную заявку. В ней он указывает основную информацию о себе, количество акций во владении, даты и цены их покупки. После этого созывается внеочередное собрание акционеров, которое определяет, можно ли вернуть право голоса по контрольным акциям.

Такой пункт Устава, по меньшей мере, замедляет процесс скупки акций, так как требует оформления заявки и созыва внеочередного собрания акционеров. Согласно же российскому законодательству, лица, намеревающиеся приобрести 30 и бо-

мастер-класс

лее процентов акций, обязаны только уведомить руководство о своем намерении (ст. 80 ФЗ АО), но не должны получать согласие других акционеров. Кроме того, права голоса лишены только те акции, которые были приобретены с нарушением статьи 80 закона об акционерных обществах.

«Члены совета директоров могут быть смещены только с указанием причины». Уставы 10,3 процента компаний, проводивших IPO в США, запрещают досрочно прекращать полномочия члена совета директоров без указания причины. Ими могут выступать мошенничество, присвоение активов компании, преследование своекорыстных интересов за счет организации.

«Абсолютное большинство голосов для досрочного прекращения полномочий члена совета директоров или для изменения Устава». Это значит, что, для того чтобы досрочно прекратить полномочия членов совета директоров или изменить положения Устава компании, требуется не менее 75 процентов акций. Если руководство контролирует более 25 процентов, то данное положение Устава фактически блокирует процесс враждебного поглощения.

«Внеочередное собрание акционеров может быть созвано только по требованию совета директоров». Уставы 24,5 процента компаний, проводивших IPO, запрещают акционерам созывать внеочередное собрание акционеров без согласия совета директоров или руководства фирмы. Таким образом, агрессор для вынесения на голосование любого вопроса по изменению контроля должен ждать очередного собрания. Это замедлит захват контроля на период до одного года.

«Абсолютное большинство для созыва внеочередного акцио-

нерного собрания». Уставы 129 из 500 крупнейших корпораций США или полностью запрещают акционерам созывать внеочередные собрания, или требуют наличия абсолютно большинства. Данное положение также может замедлить процесс смены контроля над компанией на срок вплоть до одного года.

Российское законодательство создает благоприятные условия для агрессоров и ограничивает действия по защите компаний

«Требование заблаговременно извещения». Устав 16,5 процента фирм требует, чтобы акционеры, планирующие вынести какой-либо вопрос на обсуждение собрания акционеров, представляли письменное извещение об этом. Это может затруднить вынесение на голосование вопросов, не одобренных руководством компании.

«Ограничения на долю голосов, которую может использовать один акционер» (как правило, один акционер не может иметь более 10% голосов) и **«Ограничения на количество акций, которые отдельный акционер может приобрести при проведении IPO».** Эти положения препятствуют созданию блоков акций, с помощью которых может быть произведено враждебное поглощение.

Методы, применимые в российских условиях

Некоторые из рассмотренных методов защиты вполне можно применить в отечественных компаниях. В част-

ности, не противоречит российскому законодательству использование «золотых, серебряных и оловянных парашютов». Для этого в трудовые контракты менеджеров и рядовых сотрудников включают оговорку, что в случае досрочного прекращения контракта и смены контроля над компанией они получают значительную денежную компенсацию.

Другой способ защиты – использование классических «отравленных пилюль» в виде warrants – в России пока не применяется, однако по своей сути он близок к проведению дополнительной эмиссии. Чтобы ее оперативно провести, требуется наличие в Уставе положения о достаточном количестве объявленных акций. Решение о размещении бумаг может принять совет директоров, если в Уставе общества за ним закреплено это право. Для классической «отравленной пилюли», кроме самой дополнительной эмиссии, требуется еще и предварительное (на этапе учреждения) заключение «Соглашения о защите прав акционеров». В нем должны быть оговорены условия размещения бумаг в случае начала враждебного поглощения.

Кроме того, согласно закону об акционерных обществах (п. 3 ст. 11), Устав может ограничивать количество акций, принадлежащих одному акционеру, их суммарную номинальную стоимость, а также максимальное число голосов, предоставляемых одному акционеру. Это может облегчить сохранение контроля в руках учредителей общества.

Однако многие методы защиты не доступны для наших предприятий, а в некоторых случаях прямо противоречат российскому законодательству об акционерных обществах. Оно, к сожалению, пока что создает весьма благоприятные условия для агрессоров и значитель-

но ограничивает действия по защите компании от враждебного поглощения.

Во-первых, согласно статье 31 закона об акционерных обществах «каждая обыкновенная акция предоставляет акционеру одинаковый объем прав». Таким образом, российский закон не позволяет компании выпускать несколько классов обыкновенных акций с различными правами голосования. Это противоречит мировым нормам и тенденциям развития корпоративного законодательства.

В США в начале 90-х годов суды отвергли попытку некоторых бирж и комиссии по ценным бумагам и биржам ввести правило «одна акция – один голос». Сейчас многие компании, проводящие IPO, выпускают несколько классов акций с различными правами голосования, что гарантирует контроль их учредителям. Причем количество таких организаций увеличивается. Законодательство Канады и большинства стран Европы (в том числе Италии, Швеции, Франции) также разрешает создавать не-

сколько классов обыкновенных акций.

Во-вторых, статья 66 закона об акционерных обществах гласит, что «члены совета директоров избираются на годовом собрании акционеров на период до следующего годового общего собрания». Если же годовое собрание не проводится в установленные сроки, то полномочия совета директоров прекращаются (за исключением подготовки и проведения очередного годового собрания). Данная статья препятствует созданию совета директоров, состоящего из нескольких классов. Американское законодательство, напротив, делает исключение для этих советов директоров.

Таким образом, российское законодательство ограничивает применение двух наиболее сильнейших структурных средств защиты компаний от враждебного поглощения: двойных классов акций и эшелонированного совета директоров.

Необходимо отметить, что в США некоторые важные методы защиты компаний вынесены на уро-

вень государственного корпоративного законодательства. Таким образом, они автоматически применимы ко всем предприятиям (хотя и могут быть зафиксированы в Уставе отдельных организаций). В данном случае идет речь о таких положениях, как «справедливая цена акций», «другие заинтересованные лица», «ограничения на бизнес-комбинации» и «ограничения на контрольное количество акций». Вынесенные на законодательный уровень, они получают больший вес при судебном разбирательстве, которое неизбежно при попытке враждебного поглощения.

Представляется, что необходимо дальнейшее совершенствование российского законодательства об акционерных обществах по вопросам, связанным с защитой компаний от враждебного захвата. Без сомнения, расширение арсенала таких средств сделает выход на фондовый рынок более привлекательным для широкого круга компаний. Это будет способствовать дальнейшему развитию российского рынка ценных бумаг. ■

Навигатор. Календарь конференций на март–апрель 2005 года

Дата	Мероприятие	Организатор
15 марта	Конференция «Маркетинг – недобросовестная конкуренция. Способы защиты». Марриотт Тверская, г. Москва	Газета The Moscow Times www.events.moscowtimes.ru
18 марта	Российско-германская рабочая встреча. На конференции будут затронуты темы, связанные с инвестиционными возможностями России: налоговый и правовой климат, взаимоотношения с органами государственной власти, г. Мюнхен	Газета The Moscow Times www.events.moscowtimes.ru
22–24 марта	Конференция «Торговое и проектное финансирование в России». Марриот Гранд Отель, г. Москва	Adam Smith Institute www.adamsmithconferences.com
7 апреля	Конференция «Минимизация инвестиционных рисков на рынке недвижимости». Марриотт Тверская, г. Москва	Газета The Moscow Times www.events.moscowtimes.ru
4–7 апреля	Четвертый ежегодный форум «Российский рынок розничной торговли» Фокус-день: рынок розничной торговли в СНГ. Марриот Гранд Отель, г. Москва	Adam Smith Institute www.adamsmithconferences.com
15 апреля	Инвестиции в недвижимость мегаполиса. Марриот Гранд Отель, г. Москва	Газета «Ведомости» www.events.vedomosti.ru/2005/megapolis