

# Защита от враждебного поглощения при IPO

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

Некоторые компании не проводят первичное размещение своих акций (IPO) из-за опасения их скупки агрессором. Однако опыт американских корпораций показывает, что, применяя специальные методы защиты, эту угрозу можно нейтрализовать.

**В** США компании разработали значительный арсенал защитных средств против враждебного поглощения при проведении IPO. При этом руководство может не иметь контрольного пакета акций и разместить значительную часть акций на фондовых рынках. Обладая подобной защитой, топ-менеджеры могут сосредоточиться на выполнении долгосрочной стратегии компании без оглядки на краткосрочные колебания рынка. Более того, защищенные организации могут увереннее инвестировать ресурсы в долгосрочные и рискованные проекты, отдача от которых появится только через несколько лет.

С финансовой точки зрения наличие защиты от враждебного поглощения позволяет выделить для обращения на рынке гораздо большую долю акций компании. Это увеличивает ликвидность акций и снижает стоимость капитала компании.

Опыт США может быть с успехом применен и в российских компаниях. Но, разумеется, его необходимо адаптировать с учетом нашего законодательства.

## Три группы методов

Меры по защите от недружественного захвата контроля над корпорацией можно условно разделить на три группы:

**Стратегические методы** защиты бизнеса. Руководство формирует корпоративную структуру, которая делает невозможным приобретение контрольного пакета акции без его согласия. Например, блокирующий пакет находится у собственников и не выносится на внешний рынок. Хотя данные методы и позволяют полностью гарантировать защищенность компании, но в то же время они накладывают значительные ограничения на привлечение внешнего капитала, расширение круга инве-

сторов, повышение ликвидности акций и снижение стоимости капитала для компании.

**Транзакционные методы** защиты – это финансовые или операционные транзакции, предпринимаемые компанией непосредственно в преддверии или уже после начала процесса недружественного захвата. Они усложняют захват корпорации различными способами. К ним, в частности, относятся: повышение цены акций, уменьшение потенциальных выгод для агрессора, откуп от агрессора, скупка собственных акций компанией. Также это эмиссия нового долга с правом погашения в случае изменения контроля над компанией и прочие изменения в капитальной структуре компании. Все эти меры преследуют одну цель – сделать компанию менее привлекательной для агрессора с финансовой точки зрения.

**Структурные методы** защиты – это положения устава компании и учредительного договора (charter and bylaws), принимаемые компанией заблаговременно. Они предназначены для предотвращения самой попытки враждебного захвата и не оказывают непосредственного влияния на финансовую или операци-

онную деятельность компании. Данные методы защиты на финансовом жаргоне иногда называются «отпугивателями акул». Один из них – наличие у компании нескольких классов акций с разными правами голосования.

Далее мы рассмотрим третью группу методов защиты, а именно положения устава компании, которые принимаются еще на стадии проведения IPO. Как показывает практика, этих методов может быть вполне достаточно для предотвращения или отражения враждебного захвата контроля над фирмой. Данные методы защиты могут предприниматься и после проведения IPO в виде дополнений и изменений устава. Однако необходимо учитывать, что в этом случае их принятие должно быть одобрено собранием акционеров. Кроме того, изменения устава, внесенные после начала процесса недружественного захвата, могут быть оспорены и, как показывает практика, отвергнуты в суде.

### Несколько классов акций

Одним из способов сохранения контроля над фирмой и защиты от враждебного поглощения является наличие у компании нескольких классов акций с неравными правами голоса. Как правило, для обращения на бирже размещаются акции с меньшим количеством голосов на акцию, а в собственности инсайдеров остаются бумаги с большим количеством голосов. В США в 1990-е годы значительно увеличилось количество компаний, которые выходят на IPO, имея два или три класса акций. Также значительно выросла и доля средств от IPO, которые получили эти компании.

Наиболее часто инсайдеры покупают акции, имеющие 10 голосов

на акцию, а на бирже размещаются бумаги с правом одного голоса. Если же каждая акция дает право на один голос, тогда акции инсайдеров наделяются специальными преимуществами, например правом выбирать большинство членов совета директоров.

### Эшелонированный совет директоров

Наиболее эффективным и часто практически непреодолимым средством защиты компании от враждебного поглощения является комбинация эффективного эшелонированного совета директоров и «отравленной пилюли».

В уставе корпорации можно указать, что совет директоров является эшелонированным (ступенчатым). Это означает, что он состоит из нескольких групп, обычно трех. Согласно уставу, каждый год можно провести перевыборы только одной группы. Эшелонированный (ступенчатый) совет директоров является важной частью современных корпораций в развитых странах. Впервые он появился в 1920 году, а сегодня в США из 2142 крупнейших американских корпораций 59 процентов имеют такой совет. Эксперты полагают, что их доля будет увеличиваться и дальше.

Согласно стандартному корпоративному законодательству, члены совета директоров должны ежегодно выбираться сроком на один год на годовом собрании акционеров. Однако законодательство всех штатов делает исключение из этого правила, если совет директоров является эшелонированным.

Члены ступенчатого совета директоров группируются по классам. Как правило, в компании три таких класса. Только один из них акционе-

ры перевыбирают на своем годовом собрании. Например, совет директоров из 12 человек может быть сгруппирован в три класса по четыре директора в каждом. В этом случае на очередном годовом собрании акционеров в 2005 году будут переизбраны первые четыре директора, в 2006 году – вторые четыре директора, и в 2007 году – оставшиеся четыре. При враждебном поглощении для получения большинства в совете директоров агрессору понадобится ждать как минимум два очередных (ежегодных) собрания акционеров, то есть поглощение затянется на два года.

Эшелонированный совет директоров называется эффективным, если выполняются три условия. Во-первых, должно быть не менее трех классов директоров. Во-вторых, в уставе корпорации должен быть закреплен запрет смещать директоров без причины. В-третьих, акционеры не должны иметь права увеличивать размер совета директоров и заполнять образовавшиеся вакансии новыми директорами (это тоже прописывается в уставе).

### «Отравленная пилюля»

«Отравленной пилюлей» называются ценные бумаги, которые дают их держателям особые «права», в случае если фирма подвергнется попытке враждебного поглощения.

Обычно «отравленная пилюля» выдается акционерам как специальный дивиденд в форме варранта. Он представляет собой ценную бумагу, дающую право на приобретение дополнительных обыкновенных акций фирмы по заранее оговоренной цене или же со скидкой 50–75 процентов от рыночной цены на момент агрессии. Причем это право акционеры смогут реализо-

## мастер-класс

вать только при наступлении конкретных условий, сигнализирующих о начале враждебного поглощения. Указанные условия должны быть прописаны в уставе корпорации. Например, скупка 15 или 20 процентов акций компании без ведома и одобрения руководства считается враждебным захватом.

Варранты обращаются «прикрепленными» к акциям до тех пор, пока компания не подверглась атаке. В этот момент «права» открепляются от акций и их держатели, за исключением акционера-агрессора, имеют право приобрести обыкновенные акции по цене ниже рыночной. При этом руководство осуществляет дополнительную эмиссию. Так как количество акций фирмы резко увеличивается, это размывает пакет, скупленный агрессором, и практически блокирует дальнейшее враждебное поглощение. «Отравленные пилюли» в корпоративной отчетности часто называются «планом защиты прав акционеров фирмы».

Этот метод получил распространение во второй половине 80-х годов, когда его законность была подтверждена в суде в 1985 году. И в 1998 году более 90 процентов всех американских компаний уже имели «пилюли» в своем арсенале защиты. Сегодня право на использование «отравленных пилюль» для защиты от враждебного поглощения также закреплено в законодательстве многих штатов.

Для облегчения использования «отравленной пилюли» в устав компании может вноситься положение, по которому совет директоров имеет карт-бланш на выпуск привилегированных акций, обладающих любым набором «привилегий» (Blank check preferred stock position). То есть совет директоров получает право по своему усмотрению устанавли-

вать коэффициент их конвертации в обыкновенные акции и возможность получения этими акциями права голоса.

### *Непреодолимым средством защиты компании от враждебного поглощения является комбинация эффективного эшелонированного совета директоров и «отравленной пилюли»*

Такие привилегированные акции являются основным источником для создания «отравленной пилюли». Благодаря им, совету директоров для активации «отравленной пилюли» не требуется специального согласия акционеров. Данное положение включили в свой устав 86 процентов всех американских корпораций и 95 процентов всех компаний, проводивших IPO в 1994–1998 годы.

### **Комбинация методов**

Отдельно взятые «отравленные пилюли» и эшелонированный совет директоров являются сильными, но вполне преодолимыми средствами защиты.

«Пилюли» делают враждебную скупку акций бессмысленной и невозможной. Однако в этом случае агрессор может организовать общее собрание акционеров для избрания нового совета директоров. Если собрание изберет новый совет директоров компании-цели, то он сможет отменить «пилюлю» и завершить враждебное поглощение.

Этот прием нужен агрессору не для того, чтобы воспользоваться

правом голоса контрольного блока, а для того, чтобы в первую очередь скупить этот блок. Теоретически агрессор может «нейтрализовать» «пилюлю», купив все вновь выпущенные акции компании. Однако в истории корпоративных войн не зафиксировано ни одного подобного случая.

Таким образом, пока «пилюля» действует, ее невозможно преодолеть, но нужны дополнительные меры для защиты ее самой.

Если агрессору удастся скупить контрольный пакет акций, то сам по себе эшелонированный совет директоров не сможет оказывать долгое сопротивление. Он не препятствует приобретению контрольного блока, а только замедляет исполнение агрессором права голосования по этим акциям.

При комбинации «пилюли» и эшелонированного совета директоров, «пилюля» блокирует скупку акций компании, а эшелонированный совет директоров делает необходимым для агрессора выиграть два голосования подряд на акционерных собраниях для получения большинства в совете директоров и отмены «пилюли». То есть процесс установления враждебного контроля над корпорацией может затянуться по меньшей мере на два года. Это значительно увеличивает финансовые риски для потенциального агрессора. В американской практике за период с 1996 по 2000 год не было доведено до конца ни одно враждебное поглощение компаний с эффективным эшелонированным советом директоров.

О прочих методах защиты от враждебного поглощения компании и о том, как применить американский опыт в российских условиях, вы узнаете в следующем номере журнала в продолжении статьи. ■