

Как защититься от недружественного поглощения? Эта проблема делается особенно острой в кризисный период, когда у многих силен соблазн перехватить бизнес-активы, переживающие трудности. Активная оборона способна остановить любого агрессора.

Развитие процесса слияний и поглощений в мировом бизнесе в условиях разнообразных и подчас противоположных деловых интересов разных групп владельцев и менеджеров банков и компаний послужило основой для формирования различных способов действия менеджмента и/или владельцев бизнеса для защиты от недружественного поглощения. Недружественное или агрессивное поглощение подразумевает ситуацию, когда компания не желает быть поглощенной, но компания-поглотитель действует такими методами (например, выкупая огромное количество ее акций, добиваясь решающего большинства «своих» членов в руководящих органах, соблазняя акционеров и/или топ-менеджмент выгодными условиями и т. д.), что не оставляет ей выбора.

Компании, целенаправленно занимающиеся недружественными поглощениями, называют «черными рейдерами» или «черными бизнес-акулами». Защищаться от недружественного поглощения приходится в двух возможных ситуациях: еще до предложения сделки или уже после того, как предложения озвучены.

Пока гром не грянул

До предложения можно принять так называемые «**противоакулы поправки**» к уставу. Например –

разделенный совет директоров

. Совет директоров делится на три равные группы. Каждый год избирается только одна группа. Поэтому не может получить контроль над компанией сразу же после получения большинства голосов и покупки контрольного пакета акций: придется ждать еще два года для того, чтобы получить необходимое большинство в совете директоров. На практике эта поправка чаще используется не столько как способ избежать поглощения, сколько как способ усложнить и поглощение и сделать его более дорогим. Обычно эта поправка снимается на согласованных условиях.

Еще один тип поправки – **супербольшинство**. Устанавливается высокая (обычно на уровне от 2/3 до 80%) доля акций (голосов), необходимая для одобрения слияния. Во многих случаях это ограничение одновременно распространяют и на такие операции, как принятие решений о ликвидации компании, ее перестройке, продаже или финансовом лизинге крупных активов, принадлежащих компании и т.п. Условия супербольшинства автоматически применяются ко всем сделкам, в которых участвуют

заинтересованные стороны или крупные акционеры. В дополнение, условие супербольшинства сопровождается оговоркой, распространяющей данное условие на голосование по снятию защиты с компании. Естественно, что подобное ограничение значительно ограничивает возможности недружественного поглощения.

Третий тип поправки – **справедливая цена**. Эта поправка ограничивает слияния акционерам, владеющим более, чем определенной долей (обычно более 20%, иногда 30%) акций в обращении, если не платится справедливая цена, назначаемая формулой или процедурой оценки. Реально условие справедливой цены является ужесточением условия супербольшинства и, как правило, не применяется отдельно от него. Справедливая цена устанавливает одинаковую цену выкупа для любой акции компании-объекта поглощения. Основная цель этого метода защиты – предотвращение двухстадийных (two-tier) тендерных предложений компании-покупателя, предусматривающих, что сначала делается предложение на покупку только крупных пакетов акций (более 5%), затем предлагается купить мелкие пакеты, но по более низкой цене. Естественно, что такая схема ущемляет интересы миноритарных акционеров. Кроме того, открывается возможность купить компанию по цене ниже рыночной. Большинство компаний, применявших этот метод защиты, устанавливали справедливую цену на основе исторической стоимости своих акций за последние 3-5 лет. Если компания-покупатель выполняет условие справедливой цены, условие супербольшинства обычно снимается. Защита «справедливой ценой» снимается с одобрения 95% акционеров поглощаемой компании или при дружественном слиянии.

Ядовитые пилюли

Кроме того, для акционеров могут устанавливаться права, которые в случае покупки значительной доли акций захватчиком могут быть использованы для приобретения обыкновенных акций компании по низкой (обычно на уровне 50% от рыночной) цене. При слиянии эти права могут быть также использованы для приобретения акций покупающей компании.

Способ (а вернее, целое семейство способов) защиты, носящий выразительное название «**Ядовитые пилюли**» в самом общем виде представляет собой эмитированные объектом поглощения права, размещенные между ее акционерами и дающие им право на выкуп дополнительного количества обыкновенных акций компании при определенных условиях. Такими условиями, например, может быть любая попытка изменения контроля над компанией, не согласованная с советом директоров. Имеется шесть основных видов «ядовитых пилюль»: Preferred stock plans, Flip-over plans, Flip-in plans, Flip-out plans, Back-end plans, Voting plans.

Preferred stock plan («привилегированные акции») по существу представляет собой эмиссию объектом поглощения конвертируемых привилегированных акций, которые распределяются между акционерами в качестве дивидендов. Эти привилегированные акции приравниваются по праву голоса к обыкновенным акциям. Выпуск таких акций ведет к снижению дивидендов по обыкновенным акциям, кроме того, размер дивидендов по привилегированным акциям устанавливается на значительно более высоком уровне, чем по обыкновенным акциям. Эта пилюля применяется для того, чтобы владельцы привилегированных акций воздерживались от их конвертации в обыкновенные. Причем эмитент оставляет за собой право выкупа привилегированных акций через определенный период (на практике – не менее 15 лет).

В условиях распределения таких привилегированных акций содержится пункт, в котором оговаривается, что в случае покупки иным инвестором значительного пакета обыкновенных акций владельцы привилегированных акций имеют право потребовать от своей компании выкупа этих привилегированных акций, если владелец значительного пакета акций в течение небольшого времени не объявит решение о дружественном слиянии с эмитентом. После получения требования о выкупе компания должна выкупить привилегированные акции по цене, не ниже: максимальной цены, уплаченной владельцем значительного пакета за привилегированные акции, приобретенные им в течение предыдущего года, или максимальной цены, уплаченной владельцем значительного пакета акций за обыкновенные акции, приобретенные им в течение предыдущего года, умноженной на коэффициент конвертации.

Если же решение о поглощении принимается, то владельцы привилегированных акций лишаются права их выкупа своей компанией. В результате привилегированные акции должны будут конвертироваться в обыкновенные акции поглотившей компании.

Применяющая **Flip-over plan** компания поглощения объявляет о выплате дивидендов по обыкновенным акциям в форме прав на покупку определенного класса своих ценных бумаг, как правило, обыкновенных акций. Цена исполнения права устанавливается на уровне, значительно превышающем рыночную стоимость ценных бумаг, на покупку которых предоставлено данное право. В дополнение, эти права не могут быть реализованы до наступления определенного эмиссионного события. Таким событием может быть приобретение компанией-покупателем значительного пакета голосующих акций или получение предложения на приобретение такого пакета. После наступления подобного события акционеры компании-объекта поглощения не могут осуществить свои права в течение короткого промежутка времени (как правило, 10 дней). По истечении указанного времени права могут быть реализованы, и компания-объект поглощения распределяет сертификаты этих прав. До этого момента обыкновенные акции и права не могут торговаться отдельно друг от друга. Досрочный выкуп возможен, но он

проводится со значительным дисконтом. В результате в случае принятия решения о поглощении акционеры поглощенной компании будут иметь возможность очень выгодно купить акции компании, возникшей после поглощения, что может оказаться слишком дорогим для поглощающей стороны.

Flip-in plan является дополнением к Flip-over plan. Если компания-покупатель переводит активы купленной компании на дискриминирующих ее акционеров или снижающих стоимость вложения условиях, то акционеры компании-объекта поглощения имеют право выкупить акции компании-покупателя со значительным дисконтом их рыночной стоимости. Таким образом обеспечивается защита акционеров поглощаемой стороны; кроме того, покупка может стать слишком дорогостоящей для компании-покупателя.

Flip-out plan – способ защиты, при котором акционеры компании-объекта поглощения получают право на выкуп акций компании-покупателя, что по существу есть контрнападение на компанию-покупателя. Этот способ имеет сходство с т. н. защитой Пэкмена, рассматриваемой ниже. Разумеется, для реализации подобного способа защиты требуются значительные финансовые ресурсы.

Процедура защиты **Back-end plan** почти полностью повторяет flip-over plans, за исключением того, что распределяются права на покупку долговых инструментов, а не обыкновенных акций. Компания-покупатель после проведения поглощения сталкивается с проблемой обслуживания большого объема долговых обязательств (как основного долга, так и процентов), создаваемого компанией-объектом поглощения специально с целью защиты.

Voting plan применяется с целью предотвратить попытку получения контроля над компанией отдельного лица или группы лиц путем простого большинства голосов. Суть метода заключается в том, что компания-объект поглощения объявляет своим акционерам о выплате дивидендов в виде привилегированных акций. В случае, если отдельное лицо или группа лиц становится владельцем «значительного» пакета обыкновенных и привилегированных акций, владельцы привилегированных акций, за исключением обладателя «значительного» пакета, получают право суперголоса, что не дает возможность получить контроль над компанией владельцу этого «значительного» пакета.

Наконец, способ защиты в виде **рекапитализации высшего класса** сводится к

следующему. Все эмитированные компанией акции делятся на два класса: акции с обыкновенным правом голоса (низший класс) и акции с повышенным правом голоса (высший класс). Обычно акции низшего класса голосуют по принципу «одна акция – один голос», а акции высшего класса – «одна акция – десять голосов». Акции высшего класса размещаются только среди акционеров компании-объекта поглощения. Они могут быть через определенное время обменены на акции низшего класса (обыкновенные акции). Как правило, дивиденды по акциям высшего класса устанавливаются на более низком уровне, чем по акциям низшего класса; кроме того, акции высшего класса всегда низколиквидны, и могут вообще не обращаться на фондовом рынке. Главная цель выпуска акций высшего класса – как можно скорее заставить их владельцев обменять их на акции низшего класса. Для случая корпорации также устанавливается, что менеджеры входящих компаний-аутсайдеров не могут быть участниками подобного обмена (рекапитализации). После проведения рекапитализации менеджмент компании-объекта поглощения, даже обладая относительно небольшим пакетом обыкновенных акций, будет способен эффективно блокировать попытки изменения контроля над ней.

Встречный бой

Если же компания заранее не позаботилась об ограждающих ее от недружественного поглощения мерах, или «черная бизнес-акула» так или иначе сумела преодолеть все «ограждения», то имеется еще четыре способа защиты после предложения.

Защита Пэкмена подразумевает прямое контрнападение компании-объекта поглощения на акции компании-покупателя в случае попытки жесткого поглощения. Компания-объект поглощения делает встречное тендерное предложение акционерам компании-покупателя на выкуп контрольного пакета ее акций. Подобная практика встречается очень редко, так как основная проблема с ее применением – значительный объем финансовых ресурсов, необходимых для проведения контрнаступления на покупателя.

При применении «способа **тяжбы**» возбуждается судебное разбирательство против компании-покупателя за нарушение антитрестовского закона, закона о ценных бумагах и т. д. Это один из самых распространенных видов защиты после получения предложения о поглощении. Более трети всех тендерных предложений, сделанных в США за два десятилетия, сопровождались возбуждением различных судебных исков со стороны компании-объекта поглощения. При этом компания-покупатель обвинялась в нарушении всевозможных видов законодательства, включая природоохранное. Большинство исков подаются в связи с антимонопольным законодательством и законодательством, регулирующим фондовый рынок. В результате начала тяжбы компания-объект поглощения может задержать проведение недружественного поглощения за счет судебных процедур, слушаний, пересмотра дела и т.п. и одновременно увеличить

стоимость поглощения – часто возможность увеличить размер тендерного предложения является более привлекательной, чем перспектива нести значительные судебные издержки. Кроме того, возможна такая технология возбуждения тяжбы, когда иск учиняет дружественная поглощаемой компании фирма или частное лицо на основе предварительного сбора информации компанией-объектом поглощения.

Реструктуризация активов предусматривает продажу и покупку активов, которая совершается для того, чтобы сделать объект поглощения менее привлекательным для компании-покупателя. Возможна продажа привлекательных активов, т. н. «бриллиантов короны», снижающая инвестиционную привлекательность поглощаемой компании, или покупка такого бизнеса, наличие которого дальнейшая его консолидация за счет недружественного поглощения может привести к проблемам с органами государственного регулирования, например, антимонопольными органами.

Реструктуризация обязательств (пассивов) представляет собой проведение дополнительной эмиссии обыкновенных акций, полностью размещаемой среди дружественных внешних инвесторов (или акционеров), то есть лиц, которые поддержат существующий менеджмент компании-объекта поглощения в случае попытки недружественного поглощения и/или проведение крупной эмиссии долговых обязательств (краткосрочных или долгосрочных облигаций); одновременно средства, полученные от проведения эмиссии, направляются на выкуп своих обыкновенных акций, обращающихся на рынке или находящихся у крупных, но неблагонадежных акционеров.

В первом случае подобная защита обеспечивает больше шансов менеджменту на сохранение статуса при голосовании на общем собрании акционеров, во втором увеличение внешней задолженности компании снижает ее инвестиционную привлекательность; кроме того, дополнительно проводимый выкуп значительно усложняет процесс приобретения контрольного пакета акций компании за счет снижения количества акций, доступных для покупки компанией-покупателем.

Глубокий маневр

Существует и ряд других способов защитных действий компании-объекта поглощения.

При **целевом выкупе** компания-объект поглощения делает прямое тендерное предложение внешнему инвестору или группе инвесторов, которые уже владеют крупным пакетом ее обыкновенных акций и могут представлять потенциальную угрозу. Выкуп производится со значительной премией по сравнению с рыночным курсом акций.

При помощи этого метода ликвидируется потенциальная угроза «недружественного поглощения». Естественно, что успех данного метода защиты в наибольшей степени определяется величиной предлагаемой премии над текущим рыночным курсом.

Соглашение о невмешательстве (стоп-соглашение) представляет собой контракт, заключаемый между менеджментом компании-объекта поглощения и крупным акционером, по которому этот крупный акционер обязуется не владеть контрольным пакетом акций на протяжении определенного времени.

Реинкорпорация осуществляется путём переоформления учредительных документов в другой регион (перенос юридического адреса), где существуют более жесткие антимонопольные требования, чем по существующему месту регистрации. Такая форма защиты может значительно затруднить поглощение реинкорпорированной компании, но её недостатком является то, что процесс оформления документов может потребовать много времени, что может оказаться не в интересах компании-объекта поглощения.

Компенсационные парашюты — это название включаемых в контракты менеджеров условий, гарантирующих им существенные выплаты в случае попытки недружественного или не согласованного с менеджерами поглощения.. Компенсационные парашюты подразделяются на золотые (компенсационные соглашения с высшим менеджментом), серебряные (компенсационные соглашения с менеджментом среднего звена) и оловянные (компенсационные соглашения с менеджментом низшего звена и некоторыми рядовыми сотрудниками компании). Если компенсационные соглашения составлены юридически безукоризненно, и сумма компенсации значительна, то у поглощающей компании, естественной практикой которой обычно является замена ключевых менеджеров поглощаемой компании, возможны проблемы, а наличие подобных контрактов является стимулом для менеджмента компании проводить эффективные защитные действия, если этого требуют акционеры. Как правило, такие контракты редко превышают 1 год. Обычной практикой считается их заключение за 6-8 месяцев до попытки недружественного поглощения. Следует учитывать, что рынок может прореагировать на применение такого способа защиты как позитивно (рост котировок акций на 1,5-3%), так и негативно (падение цены акций на 1% и более), причем его реакция в большом числе случаев зависит от типа контракта: менеджмент — акционеры или менеджмент — менеджмент. По мнению ряда специалистов, метод компенсационных парашютов является «нулевым», то есть в среднем не дающим компании ни выигрыша, ни проигрыша.

Белый рыцарь и белый сквайр — способы защиты, когда для поглощения приглашается

дружественный акционерам инвестор.

При выборе способа защиты **белый рыцарь** компания-объект поглощения стремится помешать недружественному захвату путем осуществления дружественного поглощения, продавая свой контрольный пакет акций дружественной менеджменту компании. Размер предложения, которое делает «белый рыцарь», определяется, главным образом, тем, насколько подобная сделка вписывается в его стратегию. Если соответствие стратегии – хорошее, то цена может быть выше предложенной компанией-недружественным поглотителем, если же уровень соответствия стратегии невелик, то цена будет ниже. На практике возможна ситуация, когда компания - недружественный поглотитель будет повышать цену, не отказываясь от попытки недружественного захвата даже после появления «белого рыцаря»: тогда цена будет расти.

Защита **белый сквайр** отличается от защиты «белый рыцарь» тем, что «белый сквайр» не получает контроля над компанией-объектом поглощения. Дружественная к менеджменту компания – «белый сквайр» покупает по предложению компании-объекта поглощения крупный пакет акций на условиях невмешательства (обычно это означает обязательство голосовать за предложения менеджмента). Таким образом, компания-недружественный покупатель лишается возможности получить большинство голосов на собрании акционеров и, следовательно, решить проблему поглощения. В качестве вознаграждения «белый сквайр» обычно получает места в совете директоров или повышенные дивиденды на купленные акции.

Граница на замке

Первое и наилучшее средство защиты – с самого начала написать устав, защищающий от поглощений.

При заключении трудовых договоров с руководством компании целесообразно оговаривать в них значительные компенсации в случае увольнения.

Важным средством является защита реестра акционеров от несанкционированного доступа. Человек со стороны не знает, у кого находятся акции. Без доступа к реестру произвести скупку акций за короткий срок крайне сложно. Не следует держать реестр у мелких реестродержателей.

Рекомендуется консолидация разобщенного пакета путем скупки акций у физических лиц и других мелких держателей с целью увеличения пакета. Если для этого нет достаточных средств, то возможен поиск партнера для слияния.

Наиболее значительные активы компании или предприятия целесообразно перевести в дочерние структуры, которые затем отделяются от материнской, а агрессор покупает «пустышку».

Если предприятие-покупателя интересует именно участие в производственной цепочке, то, не имея возможности договориться с менеджером или собственниками предприятия, он пытается его купить. Возможно, в такой ситуации целесообразно разрешить ему пользоваться активами предприятия-объекта поглощения на том условии, что купленный им пакет акций будет возвращен.

Если поглощаемую компанию решат поддержать власти, то шансы компании-поглотителя существенно уменьшаются. Отсюда – целесообразность PR-защиты, формирования имиджа компании, организации информационной войны против компании-поглотителя.

Эффективным средством является проведение закрытой эмиссии акций с закрытым размещением.

Целесообразно заключать договора с приложениями, которые вступают в силу, если кто-то получает контроль над компанией, и резко ухудшают общее финансово-экономическое состояние компании. В этом случае агрессор рискует получить множество штрафов и долгов.

Возможно и целенаправленное «навешивание» долгов на предприятие.

В случае если агрессора интересует не вся компания, а какая-то группа оборудования, система продаж, то такой актив можно вывести за пределы предприятия, выделить его в отдельную компанию, а в дальнейшем отделить от материнской компании. Если такого

актива у предприятия нет, то интерес к поглощению у агрессора пропадает.

Поскольку одним из самых распространенных методов поглощения в России является скупка долгов, нужно пробовать договориться с кредиторами.

Разумеется, технологии защиты от недружественного поглощения будут постоянно совершенствоваться с учетом возможных изменений в действующем законодательстве.

Первое и самое эффективное средство защиты от недружественного поглощения – с самого начала написать устав, защищающий от агрессора.

Для акционеров могут устанавливаться права, которые в случае покупки значительной доли акций захватчиком могут быть использованы для приобретения обыкновенных акций компании по низкой (обычно на уровне 50% от рыночной) цене. При слиянии эти права могут быть также использованы для приобретения акций покупающей компании.

Более трети всех тендерных предложений, сделанных в США за два десятилетия, сопровождались возбуждением различных судебных исков со стороны компании-объекта поглощения. При этом компания-покупатель обвинялась в нарушении всевозможных видов законодательства, включая природоохранное