

Болтрик К.Ю.  
НТУУ «КПІ», ФММ, гр. УЕ-61

Тульчинська С.О.  
канд. економ. наук, доцент, НТУУ «КПІ»

## ЗАХИСТ ВІД ПОГЛИНАННЯ ПРИ ІРО

В цій статті розглядається процес першого публічного розміщення акцій та захист від недружнього поглинання при ІРО. В статті аналізується, існуючі методи протистояння компаніям-конкурентам, засоби захисту від поглинання та найдоцільніші комбінації цих методів для компаній, що виходять на ринок.

**Ключові слова:** перше публічне розміщення, фондова біржа, цінні папери, акціонери, емітент, вороже поглинання, методи та засоби захисту.

**Вступ.** Останнім часом все більше українських компаній заявляють про рішення провести перше розміщення акцій. Між іншим не всі з них точно уявляють собі масштаби цього заходу. ІРО не обмежується лише процедурою виводу компанії на ринок відкритого акціонерного капіталу. Адже підготовка документів та робота з інвесторами – це лише початок роботи. Лишається надзвичайно велика попередня робота по приведенню показників компаній у відповідності з вимогами міжнародних стандартів. Але однією з найбільших та найнебажаніших загроз лишається можливість ворожого поглинання при виході компанії на ринок.

Питання, пов'язані з публічним розміщенням акцій та похідними проблемами досліджують українські вчені Самбірський М.М. [6], Лісіна В.І. [7], Карась П.М., Пряшков О.Ю., Сотниченко Л.Л.[8], та російські вчені Лукашов А.В [4], Гулькін П.Г. [5] та ін. Проте до сих пір питання, що стосуються конкретних методів боротьби та засобів захисту розроблені недостатньо.

**Метою статті** являється аналіз груп методів захисту від ворожого поглинання при ІРО. Визначення конкретних засобів боротьби з акціонерами-агресорами та способи попередження поглинання.

**Методологія.** В основу даної роботи покладений аналіз робіт вітчизняних та закордонних економістів та спеціалістів по ІРО, статичних даних, а також аналіз фактичних даних та матеріалів ІРО. При написанні використовуються такі наукові методи як: аналізу та синтезу, системного аналізу, емпіричного дослідження та ін.

### **Результати дослідження.**

Перш за все, необхідно визначити що таке ІРО, які його цілі та етапи. ІРО - initial public offering (з англ. перше публічне розміщення) – випуск акцій для їх подальшого публічного продажу інвесторам. [3] В

класичному розумінні IPO є розміщенням акцій компанії на фондовій біржі з внесенням їх в список акцій, що котуються на даній біржі. IPO може відбуватися на фондовій біржі (як локальній так і іноземній), або поза біржовим ринком – серед інвестиційних фондів. Продаж акцій може здійснюватися як шляхом розміщення додаткового випуску акцій через відкриту підписку, так і шляхом публічного продажу акцій вже існуючого випуску акціонерами компанії. Покупцями можуть бути будь-які фізичні та юридичні особи. [3]

Як одну з цілей можна виділити підвищення ліквідності компанії. Тобто акціонери після проведення IPO можуть продати всі свої акції за ринковою ціною, зробивши це доволі швидко. Також до цілей виведення компанії на IPO належить можливість захисту від поглинання іншими компаніями. [9]

Після проведення IPO компанія стає публічною, звітність прозорою, що являється пріоритетом більшості компаній.

Відчуження цінних паперів емітента на користь покупців в результаті зробленої первинної публічної пропозиції є заключною стадією цілого ряду дій і процедур, які здійснює емітент з метою максимально ефективного продажу запропонованих на ринку цінних паперів. Загалом перше публічне розміщення містить наступні етапи.

*Попередній етап.* На цьому етапі емітент аналізує свій фінансово-господарський стан, організаційну структуру і структуру активів, інформаційну (в тому числі, фінансову) прозорість, практику корпоративного управління та інші аспекти діяльності. І за результатами цього аналізу намагатися усунути наявні недоліки, які можуть завадити йому успішно здійснити IPO. Данні дії зазвичай здійснюються до прийняття кінцевого рішення про вихід на публічний ринок капіталу.

*Підготовчий етап.* Якщо за підсумками попереднього етапу з урахуванням недоліків перспектива IPO оцінюється емітентом позитивно, то процес розміщення переходить на новий етап – підготовчий. Під час якого:

- 1) підбирається команда учасників IPO - вибирається торгове місце, партнери (консультанти, брокери, андеррайтери), з якими остаточно узгоджується план дій та конфігурація IPO.
- 2) приймаються рішення органами емітента, дотримуються формальні процедури та складаються формальні документи, наприклад проспект цінних паперів.
- 3) створюється Інвестиційний меморандум – документ, що містить інформацію, необхідну інвесторам для прийняття рішень (ціну за одну акцію, кількість акцій,

напрямок використання коштів, дивідендна політика та ін.).

- 4) запускається рекламна кампанія, яка включає в себе так звані «гастролі» - рекламні поїздки керівництва емітента. Ця кампанія має на меті підвищення зацікавленості потенційних інвесторів до запропонованих цінних паперів.

*Основний етап.* Під час основного етапу відбувається безпосередньо збір заяв на придбання цінних паперів, що пропонуються, прайсинг – визначення ціни, у випадку, якщо вона не було попередньо встановлена, задоволення заявок – алокація. І наприкінці підведення підсумків публічного розміщення.

*Завершальний етап.* Включає в себе початок обігу цінних паперів та кінцеву оцінку успішності IPO, що відбулося. [5, с.24]

Зазвичай використовуються три методи організації процедури першої публічної пропозиції акцій на біржі: метод фіксованих цін, метод «формування портфеля» (він також носить назву метод збору заяв) та аукціон. Метод фіксованих цін застосовується достатньо рідко і в основному – на високо регульованих фондових ринках в окремих країнах. Найбільш поширеним є метод «формування портфеля». Аукціонний метод пропозиції та розподілу акцій при IPO виник як альтернатива попередньому та став особливо відомим внаслідок виявлених багаточисельних порушень та зловживань зі сторони найбільших інвестиційних банків і компаній, практикуючих здебільшого метод «формування портфеля». Тим не менш, аукціонний метод не зміг поки що довести свою здатність повністю замінити загальноприйнятий метод першого публічного розміщення акцій – методу збору заяв.

Останнім часом в Україні все більше відомі випадки, коли деякі компанії не проводять первинне розміщення своїх акцій через побоювання їх скуплення ворожими компаніями. Проте досвід американських компаній показав, що застосовуючи спеціальні методи захисту, цю погрозу можна нейтралізувати.

В США компанії розробили значний арсенал захисних засобів проти ворожого поглинання при проведенні IPO. При цьому керівництво може не мати контрольного пакету акцій та розмістити більшу частину акцій на фондових ринках. Володіючи подібним захистом, топ-менеджери можуть зосередитися на виконанні довгострокової стратегії компанії не зважаючи на короткострокові коливання ринку. Більш того, захищені організації можуть впевнено інвестувати ресурси в довгострокові та ризиковані проекти, віддача від яких з'явиться лише через декілька років.

Методи захисту від недружнього контролю над корпорацією можна умовно поділити на три групи:

- Стратегічні методи захисту бізнесу. Керівництво формує корпоративну структуру, яка робить неможливим придбання контрольного пакету акцій без його згоди. Наприклад, блокуючий пакет знаходиться у власників і не виноситься на зовнішній ринок. Хоча дані методи і дозволяють повністю гарантувати захищеність компанії, але в той же час вони накладають значні обмеження на залучення зовнішнього капіталу, розширення кола інвесторів та підвищення ліквідності акцій.
- Транзакційні методи захисту – це фінансові або операційні транзакції, здійснені компанією напередодні або вже після початку ворожого захвату. До транзакційних належать такі заходи: підвищення ціни акцій, відкуп від агресора, скупівля власних акцій компанією, емісія нового боргу з правом погашення в разі зміни контролю над компанією та інші зміни в капітальній структурі компанії. Всі ці заходи направлені на одне – зробити компанію менш привабливою для агресора з фінансової точки зору.
- Структурні методи захисту - це положення статуту компанії і договору засновників, що приймаються компанією завчасно. Вони мають на меті запобігти самим спробам ворожого захвату і не впливають на фінансову або операційну діяльність компанії. Структурні методи являються найефективнішими серед усіх зазначених. [4, с.146]

Існує ціла низка структурних методів, тобто положень статуту, які приймаються ще на стадії проведення IPO. Як свідчить практика, цих методів цілком достатньо для запобігання ворожого захвату або контролю над фірмою. Дані методи захисту можуть застосовуватись і після проведення IPO у вигляді доповнень та змін статуту. Однак необхідно враховувати, що в цьому випадку їх прийняття має бути ухвалено зборами акціонерів. Крім того, зміни статуту, внесені після початку проведення недружнього поглинання, можуть бути оскаржені та відхилені у суді. До структурних методів належать наступні: декілька класів акцій, „отруєна пілюля” та ступінчаста рада директорів.

Декілька класів акцій. Одним із способів збереження контролю над фірмою і захистом від ворожого поглинання являється наявність у компанії кількох класів акцій з нерівними правами голосу. Як правило, для обороту на біржі розміщуються акції з меншою кількістю голосів на акцію, а у власності інсайдерів залишаються папери з більшою кількістю голосів. Зазвичай власники отримують акції, що мають 10 голосів на акцію, а на біржі розміщуються з правом одного голосу.

Якщо ж кожна акція дає право на один голос, тоді акції інсайдерів наділяються спеціальними перевагами, наприклад, правом вибрати більшість членів ради директорів. [4, с.147-150]

"Отруєна пілюля". "Отруєною пілюлею" називаються цінні папери, що надають їх власникам особливі права, у випадку якщо фірма підлягатиме спробі ворожого поглинання. Зазвичай "пілюля" видається акціонерам як спеціальний дивіденд у формі варранта. Він являє собою цінний папір, що дає право на придбання додаткових звичайних акцій компанії по заздалегідь обумовленій ціні або ж зі знижкою 50-75 відсотків від ринкової ціни на момент агресії. Це право акціонери можуть реалізувати тільки при настанні конкретних умов, що сигналізують про початок ворожих дій. Вказані умови мають бути прописані в статуті корпорації. Наприклад, скупівля 15 або 20 відсотків акцій фірми без відома чи дозволу керівництва вважається ворожим захватом.

Варранти знаходяться в обігу «прикріпленими» до акцій до тих пір, доки компанія не піддалася агресії. В цей момент права відчіпляються від акцій та їх власника, за виключенням акціонера-агресора, мають право придбати звичайні акції по ціні, нижчою за ринкову. При цьому, керівництво здійснює додаткову емісію. Так як кількість акцій компанії різко збільшується, це розмиває пакет, скуплений агресором, і практично блокує подальше вороже поглинання. «Отруєні пілюлі» в корпоративній звітності часто носять назву «План захисту прав акціонерів компанії».

Цей метод набув поширення в другій половині 80-х років, коли його законність була затверджена в суді в 1985 році. Сьогодні право використання «пілюль» для захисту від ворожого поглинання також закріплено в законодавстві деяких країн.

Для полегшення використання «отруєної пілюлі» в статут компанії може бути внесено положення, за яким рада директорів має карт-бланш на випуск привілейованих акцій, що мають будь-який набір привілеїв. Тобто рада директорів отримує право на власний розсуд встановлювати коефіцієнт їх конвертації в звичайні акції та можливість отримання цими акціями права голосу. Такі привілейовані акції являються основним джерелом для створення «отруєної пілюлі». Завдяки ним, раді директорів для активації «пілюлі» не потрібна спеціальна згода акціонерів. Дане положення включили в свій статут 95 відсотків всіх компаній, що проводили IPO в 1995-2000 роках.

Ступінчаста рада директорів. Одним з найефективніших і часто майже непереможним засобом захисту компанії являється комбінація ступінчастої ради директорів і "отруєної пілюлі". В статуті корпорації можна вказати, що рада директорів являється ступінчастою, це означає, що вона складається з груп (класів), зазвичай трьох. Наприклад, рада

директорів з 12 осіб може бути згрупована в 3 класи по 4 директору в кожному. Тільки один з них акціонери переобирають на своїх щорічних зборах. Таким чином в 2007 році на чергових щорічних зборах будуть переобрані перші чотири директора, в 2008 – наступні чотири, і в 2009 – останні чотири. При ворожому поглинанні для отримання більшості і раді директорів агресору знадобиться чекати як мінімум дві чергові наради, тобто поглинання затягнеться ще на 2 роки.

Ступінчаста рада директорів вважається ефективною, якщо виконуються 3 умови. По-перше, має бути не менше трьох класів директорів. По-друге, в статуті корпорації повинна бути закріплена заборона усувати директорів без причини. По-третє, акціонери не повинні мати права збільшувати розмір ради директорів та заповнювати вакансії новими директорами (це також має бути прописане в статуті).

«Отруєні пілюлі» та ступінчаста рада директорів безумовно являються сильними засобами захисту, проте поодинці їх можна подолати. «Пілюлі» роблять ворожу закупівлю акцій безглуздою та неможливою. Проте в цьому випадку агресор може організувати загальні збори акціонерів для обрання нової ради директорів. Якщо на зборах буде обрана нова рада директорів компанії-мети, то він зможе відмінити «пілюлю» та завершити поглинання. [4, с.150]

Цей маневр потрібен агресору не для того, щоб скористуватися правом голосу контрольного блоку, а для того, щоб в першу чергу скупити цей блок. Теоретично агресор може нейтралізувати пілюлю, купивши всі знову випущені акції компанії. Однак досі не зафіксовано жодного подібного випадку. Таким чином, доки «пілюля» діє, її неможливо подолати, але потрібні додаткові міри для захисту її самої.

Якщо агресору вдається скупити контрольний пакет акцій, то сама по собі ступінчаста рада директорів не зможе чинити тривалий опір. Вона не перешкоджає придбання контрольного блоку, а тільки уповільнює виконання агресором права голосування за цими акціями.

При комбінації «пілюлі» та ступінчастої ради директорів, «пілюля» блокує закупівлю акцій компаній, а ступінчаста рада директорів робить необхідним для агресора виграти два голосування підряд на акціонерних зборах для отримання більшості в раді директорів та відміни «пілюлі». Тобто процес встановлення ворожого контролю над корпорацією може затягнутися як найменше на два роки. Це значно збільшує фінансові ризики для потенційного агресора.

**Висновки.** При аналізі першого публічного розміщення акцій були виділені такі етапи його проведення: попередній, підготовчий, основний та завершальний. Визначені основні цілі IPO та засоби захисту при ворожому поглинанні. Досліджувались та аналізувались

методи протистояння агресорам, засоби захисту від поглинання та найдоцільніші комбінації цих методів.

Володіючи знаннями про засоби захисту від недружнього поглинання, можна не тільки подолати ворожі компанії, а й попередити їх дії до виведення компанії на ринок.

Всі методи боротьби з поглинанням при IPO діляться на три основні групи: стратегічні, транзакційні та структурні. Найбільш поширеними та дієвими є структурні методи. До них відносяться наступні засоби боротьби. Декілька класів акцій, метод «отруєної пілюлі» та ступінчаста рада директорів. Самим ефективним та непереможним являється комбінація ступінчастої ради директорів та «отруєної пілюлі».

Всі ці методи розроблені і досить вдало використовуються в Сполучених Штатах. Цілком зрозуміло, що з таким самим успіхом їх можна застосовувати і в українських компаніях. Звісно, враховуючи при цьому вітчизняні умови, зокрема законодавство.

### **Література:**

1. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» // Відомості Верховної Ради України. – 1991. - №38. – С.1069-1084.
2. Пересада А.А. Основы инвестиционной деятельности. – К.: Либра, 1996.-344 с.
3. Геддес Росс. IPO и последующее размещение акций. – М.: Олімп-бізнес, 2008. – 335 с.
4. Лукашов А.В. IPO от I до O: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков.. – В.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 257 с.
5. Гулькін П.Г. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO). – В.: Аналитический центр "Альпари СПб". - 238 с.
6. Самбірський М. М. Цінні папери ділових підприємств в умовах ринкової трансформації економіки України.: — Л., 2003. — 208 с.
7. Лісіна Вікторія Юріївна. Цінні папери в системі фінансового управління підприємством. — Х. : Фактор, 2006. — 102с.
8. Карась П. М., Пряжков О. Ю., Сотниченко Л. Л. Цінні папери в системі корпоративного управління: навч. посібник для вищих навч. закл.. — Л. : Новий Світ-2000, 2007. — 164с.
9. [www.wikipedia.org.ua](http://www.wikipedia.org.ua)

## ***ДАНІ ПРО АВТОРІВ***

### **НАУКОВИЙ КЕРІВНИК**

Прізвище, ім'я, по батькові

Науковий ступінь

Вчене звання

Кафедра

Посада

Контактні телефони

Адреса електронної пошти

### **МОЛОДИЙ ВЧЕНИЙ**

Прізвище, ім'я, по батькові

Болтрик Катерина Юріївна

Академічна група

УЕ-61

Контактні телефони

8-093-76-320-76

Адреса електронної пошти

Boltri4ka@rambler.ru

Назва статті

Захист від поглинання при IPO