

ФИНАНСЫ

УДК 336.64

DOI: 10.17223/19988648/56/8

Р.О. Восканян

РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ ЗАЩИТЫ ОТ НЕДРУЖЕСТВЕННЫХ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Эффективное развитие экономики зависит от уровня конкуренции. Развитие системы защиты от недружественных сделок слияния и поглощения способствует созданию высококонкурентной среды, формирует более комфортные условия осуществления предпринимательской деятельности. В рамках настоящего исследования автором поставлена цель по развитию данной системы посредством использования двухклассовой системы формирования собственного капитала компании. В настоящее время в Российской Федерации мало изучена двухклассовая система формирования собственного капитала компании с использованием мультиголосующих акций. Это позволяет судить о теоретической значимости проведённого исследования, поскольку полученные результаты развивают теорию и инструментарий финансового менеджмента. Автором обоснована низкая заинтересованность бизнес-ангелов и венчурных инвесторов в защите молодой компании от сделок слияния и поглощения, так как последние выступают одним из основных способов выхода инвестора из молодого бизнеса. Автором выявлено, что впервые элемент собственного капитала компании в виде мультиголосующих акций выступает инструментом защиты от сделок слияния и поглощения, не формируя дополнительных рисков утраты контроля основателями бизнеса в связи с привлечением дополнительного финансирования собственного капитала. В этой связи предложено использовать мультиголосующие акции, держателями которых являются основатели бизнеса, как дополнительный инструмент защиты от недружественных сделок слияния и поглощения молодых компаний.

Ключевые слова: высокотехнологичная компания, двухклассовая система, инвестиционная привлекательность, мажоритарий, миноритарий, мультиголосующая акция, нематериальные активы

Введение

Сделки слияния и поглощения являются распространённым способом выхода на новые рынки, завоевания дополнительной доли рынка, нивелирования конкурентов и диверсификации рисков.

В секторе высоких технологий заключённая сделка слияния и поглощения может обеспечить поглощаемую компанию нематериальными активами. Патенты, лицензии, торговые марки, программное обеспечение, авторские решения – всё это формируется на протяжении n -го периода времени и весьма сложно оценивается с позиции финансового менеджмента.

Сложность заключается в определении прогнозного денежного потока, генерируемого нематериальным активом. Некоторые виды нематериальных активов генерируют положительный денежный поток за счёт использования в процессе основной деятельности компании, а также при передаче нематериальных активов в аренду. Однако как долго нематериальные активы будут пользоваться спросом и генерировать денежный поток, следует определять каждый раз в индивидуальном порядке, принимая во внимание технологический риск. Ввиду стремительного развития сектора высоких технологий риск устаревания нематериальных активов достаточно значим.

Следовательно, для поглощающей компании ценностью являются и сотрудники поглощаемой компании. Именно персонал компании генерирует и реализует идеи создания нематериальных активов. Итальянскими учёными выявлено, что рост объёма инвестиций в нематериальные активы напрямую связан с ростом размера компании, человеческого капитала и уже существующей базы нематериальных активов [1]. Израильские учёные отмечают, что «трансфер знаний» в поглощающую компанию приводит к изменению количества задействованных в исследованиях и разработках сотрудников, зарегистрированных патентов и расходов на НИОКР, что в результате влияет на восприятие компании участниками фондового рынка [2]. Тогда приобретение компании с базой перспективных нематериальных активов становится частью стратегии развития.

Иллюстрациями выступают сделки слияния и поглощения последних лет, когда крупные высокотехнологичные компании приобретали молодые перспективные компании или же проекты ради нематериальных активов. Facebook поглотила Oculus (программное обеспечение и аппаратура для создания виртуальной реальности) в момент, когда последняя произвела лишь прототип продукта, т.е. ещё до формирования положительного денежного потока. В настоящее время компания продолжает осуществлять сделки слияния и поглощения по этому направлению, предоставляя компании Oculus возможность развиваться за счёт доступа к нематериальным активам других разработчиков.

Исследование сделок слияний и поглощений на европейском рынке позволило прийти к выводу, что сделки слияния и поглощения положительно влияют на интенсивность исследований и разработок в течение двух-пяти лет после заключения сделки [3]. Именно столько времени требуется для переноса «неявных» знаний, таких как опыт, деловые контакты и т.д. При этом положительное влияние на денежный поток можно наблюдать спустя длительный период времени – свыше пяти лет, поскольку все полученные знания необходимо корректно внедрить в деятельность поглощающей компании и коммерциализировать. Данные выводы получают подтверждение практикой одной из крупнейших американских высокотехнологичных компаний.

Microsoft поглотила компании Acomplі (разработчик почтового клиента) и Sunrise (разработчик онлайн-календаря) для приобретения нематериальных активов с целью дальнейшего использования для совершенствования

ния собственных флагманских продуктов. Обе компании прекратили деятельность, поскольку приобретались только ради доступа к нематериальным активам. Схожая ситуация сложилась у Microsoft с поглощённой компанией Wunderlist (менеджер задач). Спустя четыре года после заключения сделки слияния и поглощения руководство Microsoft приняло решение о закрытии компании, так как нематериальные активы уже используются во флагманских продуктах головной компании. Разработчик Wunderlist предложил выкупить компанию обратно, но получил отказ, что привело к анонсированному закрытию бизнеса. Таким образом, Microsoft в течение 2–5 лет внедряет нематериальные активы поглощаемых компаний и закрывает их, когда начинает формироваться положительный денежный поток от использования приобретённых ресурсов. В данном случае основатели поглощаемых компаний никак не защищены и обеспечить сохранность созданного бизнеса практически не могут.

Это позволяет согласиться с позицией, что сделку поглощения следует определять как объединение двух компаний с разным качеством [4]: финансово устойчивая поглощающая компания с уникальными конкурентными преимуществами поглощает незащищённый малый и средний бизнес на ранних этапах развития.

Вышесказанное обуславливает актуальность исследования перспективных инструментов защиты от сделок слияния и поглощения, а также сохранения значимости голоса основателя бизнеса. В зарубежной практике инвестор-совладелец компании, являющийся основателем, обладает такими возможностями за счёт использования мультиголосующих акций.

Исходя из этого, цель настоящей статьи заключается в развитии системы защиты от недружественных сделок слияния и поглощения посредством использования двухклассовой системы формирования собственного капитала компании. Объектом исследования выступают высокотехнологичные компании на посевной стадии и стадии раннего развития. Предметом исследования – мультиголосующие акции.

Негативные стороны недружественного слияния и поглощения

Угроза сделки слияния и поглощения влияет на операционные возможности поглощаемой компании. Поставщики и клиенты могли бы заключать сделки с поглощаемой компанией, но их останавливает знание, что после заключения сделки слияния и поглощения договор может быть расторгнут [5]. Сектор высоких технологий характеризуется неценовой конкуренцией. Важную роль играют функционал и инновации производимых продуктов. Последнее обычно генерируется молодыми компаниями, которые в условиях ограниченного финансирования и технических возможностей, разрабатывают лаконичные решения. Ввиду небольших объёмов деятельности молодых компаний их поставщиками и клиентами обычно также выступают небольшие компании. Для молодой компании без громкого имени весьма сложно найти замену потерянным из-за угрозы недружественного

поглощения поставщикам и клиентам. Тогда невозможность заключить договора с поставщиками и клиентами не только снижает операционные возможности компании, но и отрицательно сказывается на генерируемом денежном потоке, что приводит к снижению стоимости молодой компании. Как итог, основатели сталкиваются с необходимостью соглашения на недружественное поглощение на не самых выгодных условиях.

Угроза сделки слияния и поглощения также может оказать влияние на трудовые ресурсы компании, о значимости которых упоминалось выше. Часть ведущих сотрудников компании может рассмотреть сделку слияния и поглощения как возможность приобрести опыт в крупном холдинге с собственной корпоративной культурой, улучшить резюме. Вместе с тем будут и сотрудники, которые рассматривают сделку поглощения как непосредственную угрозу карьерному росту, поскольку работать придётся как часть огромной системы, в которой легко затеряться. Более того, доподлинно никогда неизвестно, сохранят ли первоначальный штат сотрудников после сделки слияния и поглощения. Это становится причиной оттока трудовых ресурсов и дополнительных сложностей осуществления основной деятельности молодой компании.

Поглощающая компания может приобрести долю бизнес-ангела или венчурного фонда в молодой компании. Так достигается достаточное количество голосов для оказания влияния на процесс принятия управленческих решений. В результате значение основателей бизнеса снижается и повышается вероятность изменения стратегии развития молодой компании, в том числе стратегии ценообразования. После заключения сделки слияния и поглощения обычно возрастает стоимость на производимую молодой компанией продукцию, поскольку очевидно, что стоимость товара малоизвестной компании обычно ниже, чем широко известной. Повышение цен на продукцию приводит к оттоку покупателей с определённой покупательской способностью. Это искусственно формирует для компании необходимость выходить в сегмент для покупателей с иными требованиями, обуславливающими повышение стоимости продукции до определённого уровня.

Недостатки традиционных способов защиты от недружественных сделок слияния и поглощения

На наш взгляд, текущая система защиты от недружественных сделок слияния и поглощения недостаточно эффективна против рассмотренных угроз. Рассмотрим наиболее распространённые способы борьбы с недружественными поглощениями.

«Отравленная пилюля» подразумевает приобретение ненужных поглощаемой компании активов. Следовательно, требуется определённый объём денежных средств для реализации данного способа. Молодым компаниям на самых ранних этапах развития сложно высвободить денежные средства даже если они уже вышли на самоокупаемость. Особенно в секторе

высоких технологий. Компании данного сектора экономики длительное время осуществляют политику реинвестирования, поскольку высокий риск основной деятельности затрудняет привлечение внешнего финансирования.

«Золотой парашют» подразумевает внесение изменений в трудовые договора руководящего состава и ценных сотрудников о выплате крупных премий после инициированного новыми собственниками компании увольнения по результатам сделки слияния и поглощения. Обычно премии составляют несколько годовых окладов. Следует обратить внимание, что молодые высокотехнологичные компании ввиду длительного периода выхода на самоокупаемость не могут выплачивать высокие заработные платы. Тогда для поглощающей компании, особенно если это транснациональная корпорация, это не становится препятствием. Большинство ценных сотрудников молодых высокотехнологичных компаний обладают стимулом в виде финансового опциона на покупку акций, реализовав который после выхода компании на фондовую биржу, смогут значительно повысить уровень благосостояния.

«Белый рыцарь» подразумевает поиск партнёра, который создаст конкуренцию поглощающей компании или осуществит дружественную сделку слияния и поглощения. Ключевыми недостатками для молодых компаний является сложность поиска подобного партнёра и продолжительность реализации способа. Отметим, что если молодая высокотехнологичная компания финансируется бизнес-ангелом или венчурным фондом, то последние заинтересованы в её приобретении крупной корпорацией, так как это может окупить первоначальные инвестиции или же получить долю в поглощающей компании. Таким образом, создаётся конфликт интересов, когда инвесторы-основатели бизнеса заинтересованы в сохранении автономности, а бизнес-ангел или венчурный фонд заинтересованы в скорейшей окупаемости осуществлённых инвестиций.

«Политика выжженной земли» подразумевает, что компания распродаёт все свои активы и прекращает деятельность. Ввиду ограниченного времени для реализации данной политики активы продаются по ликвидационной стоимости. Это противоречит интересам бизнес-ангела и венчурного фонда, которые в данном случае вряд ли смогут получить долю в ликвидационной массе в достаточном объёме для покрытия первоначальных инвестиций с запланированной доходностью.

Перечисленные недостатки традиционных способов защиты от сделок слияния и поглощения обуславливают перспективность использования мультиголосующих акций.

Мультиголосующие акции как инструмент защиты от недружественного поглощения

Мультиголосующие акции – часть собственного капитала компании, предоставляющая держателю большее количество голосов на одну акцию.

Наиболее распространена система «одна акция – десять голосов». Пропорция зависит от законодательного регулирования. Наибольшее распространение мультиголосующие акции получили в США, в последние годы активно внедряются в странах Азии, в то же время остаются под запретом в странах-членах ЕС и никогда не использовались в России. Последнее обуславливает недостаточную изученность двухклассовой системы формирования капитала и непосредственно мультиголосующих акций в российской экономической науке.

В настоящее время зарубежные экономисты не пришли к единому мнению о недостатках и преимуществах двухклассовой системы формирования капитала компании [6–8]. Ученые признают значимость мультиголосующих акций при защите от недружественных сделок слияния и поглощения. Отмечается и то, что компании с двухклассовой системой формирования собственного капитала более успешно функционируют после сделок поглощения, особенно в секторе высоких технологий [9, 10].

Основной причиной распространения двухклассовой системы формирования капитала компании среди компаний сектора высоких технологий является необходимость придерживаться стратегии развития компании и обеспечивать защиту от сделок слияния и поглощения [11].

Практика распространения мультиголосующих акций позволяет судить, что их держателями выступают основатели бизнеса. Основатели бизнеса обычно не владеют диверсифицированным инвестиционным портфелем, и от успеха развития компании зависят их благосостояние и профессиональная репутация [12]. Традиционно основатели бизнеса лучше владеют информацией о жизненном цикле продукции, тонкостях производства и пр.

Внешние инвесторы молодых компаний – бизнес-ангелы и венчурные фонды – владеют информацией в целом по рынку, основываясь на профессиональном опыте участия в иных молодых компаниях. Вместе с тем если бизнес-ангел в большинстве случаев ещё участвует в управлении молодой компании как консультант, то венчурный фонд обычно ограничивается участием в решении глобальных вопросов, таких как выбор участников совета директоров или андеррайтеров для будущего листинга. Следовательно, сторонние инвесторы-совладельцы не обладают детализированной информацией о потенциале компании и сотрудников, поскольку основная их цель – помочь молодой компании развиться до уровня, когда выход из бизнеса – неважно посредством листинга или заключения сделки слияния и поглощения – окупит первоначальные инвестиции с определённой нормой доходности.

Тогда ключевым мотивом внедрения мультиголосующих акций является возможность сохранения контроля над компанией при привлечении внешнего финансирования собственного капитала. Таким образом, использование мультиголосующих акций позволяет основателям компании минимизировать возможность заключения недружественной сделки слияния и поглощения.

В данном случае мультиголосующие акции выступают инструментом внутреннего хеджирования. Основателям и руководству компании не требуется поиск дополнительного финансирования или иных участников экономических отношений для разрешения проблемы недружественного поглощения, как при применении традиционных способов защиты от сделок слияния и поглощения.

Это позволяет судить о дополнительной привлекательности мультиголосующих акций для использования основателями молодых компаний при желании захеджироваться от нежелательного поглощения в условиях ограниченного доступа к финансовым ресурсам.

Внутренние ресурсы молодой компании направляются на самофинансирование с целью обеспечения роста. Довольно сложно привлечь внешние ресурсы, формирующие собственный капитал компании. Количество свободных бизнес-ангелов и заинтересованных венчурных фондов не бесконечно. Ограничено и внешнее финансирование, формирующее заёмный капитал, ввиду высоких рисков и их влияния на результаты скоринговой оценки молодых компаний, особенно в секторе высоких технологий.

В заданных условиях, мультиголосующие акции представляют собой условно бесплатный инструмент защиты от недружественного поглощения. Условный по той причине, что держатели акций должны получать дивиденды, но очевидно, что молодые компании в большинстве случаев их не выплачивают.

Отметим и уязвимость компаний с двухклассовой системой формирования капитала. Мультиголосующие акции теряют дополнительные права голоса при смене владельца в связи с заключением сделки купли-продажи. Они превращаются в обыкновенные, что предоставляет поглощающей компании большие возможности при управлении молодой поглощаемой компании, если последняя входит в состав поглощающей, а не прекращает деятельность.

Утрата дополнительных голосов основателей бизнеса в связи с трансформацией мультиголосующих акций в обыкновенные нашла отражение в канадской практике. В Канаде допускается использовать двухклассовую систему формирования капитала с условием, что в определённый момент времени мультиголосующие акции будут трансформированы в обыкновенные. При этом отмечается, что трансформация мультиголосующих акций в обыкновенные приводит к повышению вероятности поглощения, поскольку повышается премия за контроль, которая, в свою очередь, повышает стоимость поглощаемой компании [13]. Таким образом, регулятивное ограничение периода существования мультиголосующих акций повышает риск поглощения молодой компании.

На наш взгляд, в данном контексте ограничивать период существования мультиголосующих акций не целесообразно. Во-первых, подобное ограничение формирует дополнительные условия для спекуляций. Профессиональные участники экономических отношений могут заранее ознакомиться с условиями конвертации мультиголосующих акций в обыкновенные и

осуществить куплю-продажу после. Во-вторых, данное ограничение носит искусственный характер ввиду того, что так или иначе основатель бизнеса когда-либо покинет его и передаст долю в собственном капитале иному физическому или юридическому лицу, таком случае мультиголосующие акции опять же трансформируются в обыкновенные.

Заключение

Подводя итог вышесказанному, можно сделать следующие выводы.

Во-первых, определено, что проблема обеспечения защиты от недружественного поглощения в секторе высоких технологий имеет важное значение. Поглощение молодых компаний крупными транснациональными корпорациями приводит к сужению рынка и снижению потенциала роста. Следовательно, развитие системы защиты от недружественных сделок слияния и поглощения является актуальной задачей финансового менеджмента.

Во-вторых, обосновано, что ни бизнес-ангелы, ни венчурные инвесторы не обладают высокой долей заинтересованности в отказе от сделки слияния и поглощения, поскольку подобная сделка выступает одним из основных способов выхода инвестора из молодого бизнеса.

В-третьих, выявлено, что особенность мультиголосующих акций как инструмента защиты от недружественных сделок слияния и поглощения заключается в том, что впервые элемент собственного капитала выступает в данной роли. Обычно увеличение количества долей собственности компании приводит к размытию капитала и повышению уровня риска утраты контроля. Использование мультиголосующих акций позволяет основателям компании привлекать внешнее финансирование собственного капитала компании для развития бизнеса без существенного повышения риска утраты контроля.

Тем не менее мультиголосующие акции не являются единственным инструментом решения стратегических проблем молодой компании. Основатели бизнеса заинтересованы в повышении своего благосостояния и прилагают максимум усилий для увеличения стоимости бизнеса. Но мультиголосующие акции не гарантируют, что основатели будут эффективно управлять компанией и приведут её к успеху. На это влияет огромное количество факторов и источников неопределённости. Следовательно, мультиголосующие акции выступают инструментом защиты от недружественных сделок слияния и поглощения, когда очевидно, что последняя приведёт к ликвидации компании в среднесрочном периоде.

Литература

1. *Arrighetti A., Landini F., Lasagni A.* Intangible assets and firm heterogeneity: Evidence from Italy // *Research Policy*. 2014. Vol. 43, № 1. P. 202–213.
2. *Calipha R., Brock, D.M., Rosenfeld A., Dvir D.* Acquired, transferred and integrated knowledge: a study of M&A knowledge performance // *Journal of Strategy and Management*. 2018. Vol. 11, № 3. P. 282–305.

3. Fernández S., Triguero Á., Alfaro-Cortés E. M&A effects on innovation and profitability in large European firms // *Management Decision*. 2019. Vol. 57, № 1. P. 100–114.
4. Jagersma P.K. Cross-border acquisitions of European multinationals // *Journal of General Management*. 2005. Vol. 3, № 3. P. 13–34.
5. Mbanyele W. Staggered Boards, Unequal Voting Rights, Poison Pills and Innovation Intensity: New Evidence from the Asian Markets // *International Review of Law and Economics*, Forthcoming. 2020.
6. Hossain A.T., Kryzanowski L. A review of the literature on dual-class firms // *Managerial Finance*. 2019. Vol. 45, № 9. P. 1199–1218.
7. Nüesch S. Dual-class shares, external financing needs, and firm performance // *Journal of Management & Governance*. 2016. Vol. 20, № 3. P. 525–551.
8. Cheng X., Mpundu H., Wan H. Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms // *Global Finance Journal*. 2020. Vol. 45.
9. Hossain A.T. Dual-class firms and governance: an acquisition perspective // *Managerial Finance*. 2015. Vol. 41, № 11. P. 1221–1235.
10. Adhikari H.P., Nguyen T.T., Sutton N.K. The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2018. № 51. P. 113–138.
11. Cao X., Leng T., Goh J., Malatesta P. The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms // *Economic Modelling*. 2020. Vol. 91. P. 347–357.
12. Govindarajan V., Srivastava A. Reexamining dual-class stock // *Business Horizons*. 2018. Vol. 61, № 3. P. 461–466.
13. Allaire Y. The Case for Dual-Class of Shares // *Policy Paper*. 2019. № 11.

Development of a Protection System Against Hostile Mergers and Acquisitions

Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics. 2021. 56. pp. 109–118. DOI: 10.17223/19988648/56/8

Roza O. Voskanyan, Financial University under the Government of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation). E-mail: rose.01@mail.ru

Keywords: high-tech company, two-class system, investment attractiveness, majority shareholder, minority shareholder, multi-voting share, intangible assets.

The effective development of the economy depends on the level of competition. The development of a system of protection against hostile mergers and acquisitions contributes to the creation of a highly competitive environment, forms more comfortable conditions for business. In this study, the author aims to develop this protection system through the use of a two-class system of a company's equity capital formation. At present, in the Russian Federation, the two-class system of a company's equity capital formation using multi-voting shares has been little studied. This allows judging about the theoretical significance of the study, since the obtained results develop the theory and instruments of financial management. The author substantiates the low interest of business angels and venture investors in protecting a young company from mergers and acquisitions, since the latter are one of the main ways for an investor to exit a young business. The author reveals that, for the first time, the element of a company's equity capital in the form of multi-voting shares acts as an instrument of protection against mergers and acquisitions; this element does not create additional risks for founders to lose control of their business by attracting additional financing of equity capital. In this regard, the author proposes to use multi-voting shares held by founders of the business as an additional instrument of protection against hostile mergers and acquisitions of young companies.

References

1. Arrighetti, A., Landini, F. & Lasagni, A. (2014) Intangible assets and firm heterogeneity: Evidence from Italy. *Research Policy*. 43 (1). pp. 202–213.

2. Calipha, R., Brock, D.M., Rosenfeld, A. & Dvir, D. (2018) Acquired, transferred and integrated knowledge: a study of M&A knowledge performance. *Journal of Strategy and Management*. 11 (3). pp. 282–305.
3. Fernández, S., Triguero, Á. & Alfaro-Cortés, E. (2019) M&A effects on innovation and profitability in large European firms. *Management Decision*. 57 (1). pp. 100–114.
4. Jagersma, P.K. (2005) Cross-border acquisitions of European multinationals. *Journal of General Management*. 3 (3). pp. 13–34.
5. Mbanyele, W. (2021) Staggered Boards, Unequal Voting Rights, Poison Pills and Innovation Intensity: New Evidence from the Asian Markets. *International Review of Law and Economics*. 65.
6. Hossain, A.T. & Kryzanowski, L. (2019) A review of the literature on dual-class firms. *Managerial Finance*. 45 (9). pp. 1199–1218.
7. Nüesch, S. (2016) Dual-class shares, external financing needs, and firm performance. *Journal of Management & Governance*. 20 (3). pp. 525–551.
8. Cheng, X., Mpundu, H. & Wan, H. (2020) Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms. *Global Finance Journal*. 45.
9. Hossain, A.T. (2015) Dual-class firms and governance: an acquisition perspective. *Managerial Finance*. 41 (11). pp. 1221–1235.
10. Adhikari, H.P., Nguyen, T.T. & Sutton, N.K. (2018) The power of control: the acquisition decisions of newly public dual-class firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 51. pp. 113–138.
11. Cao, X., Leng, T., Goh, J. & Malatesta, P. (2020) The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms. *Economic Modelling*. 91. pp. 347–357.
12. Govindarajan, V. & Srivastava, A. (2018) Reexamining dual-class stock. *Business Horizons*. 61 (3). pp. 461–466.
13. Allaire, Y. (2019) The Case for Dual-Class of Shares. *Policy Paper*. 11.