

УДК 341.645

Вербов С.В.\*

**ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ «М&А» В ПРАВІ ЗАХІДНИХ ДЕРЖАВ**

*Метою статті є коротке ознайомлення читача зі спеціальними нормативними актами зарубіжних держав, тим більше, що це законодавство перевірене десятиліттями корпоративної практики і показало прекрасні результати у застосуванні.*

**Ключові слова:** акція, злиття, правочин, поглинання.

*Целью этой статьи является краткий обзор основных нормативных актов зарубежных стран, так-как это законодательство проверено десятилетиями корпоративной практики и показало прекрасные результаты в применении.*

**Ключевые слова:** акция, слияние, сделка, поглощение

*This article is devoted to the special regulations of foreign countries, especially since the legislation was proven by decades of corporate practice and has shown excellent results of the application.*

**Key-words:** share, merger, deal, takeover

Останнім часом в Україні значно активізувалися процеси так званого «злиття і поглинання» («Mergers & Acquisitions», «М&А» - стратегія росту компанії шляхом об'єднання двох і більше підприємств або взяття під контроль іншої компанії шляхом придбання абсолютного чи повного права власності.)

У широкому сенсі злиття і поглинання – це створення стратегічних союзів з іншими компаніями й відділення активів. Як правило, такі стратегічні союзи створюються на основі взаємної участі в капіталі, або шляхом створення спільних підприємств за рахунок внесків у спільне дочірнє підприємство. Найпоширенішою формою відділення активів є продаж існуючого дочірнього підприємства іншій компанії. Купівля підприємства, як правило, здійснюється шляхом придбання акцій. Значна кількість великих угод зі злиття і поглинання має транснаціональний характер і в зв'язку з цим часто здійснюється відповідно до міжнародно-правових норм і звичаїв.

В Україні до правочинів з акціями застосовуються спеціальні регуляторні вимоги, визначені Законом «Про акціонерні товариства», зокрема:

1) вимога до приватного покупця або ініціатора поглинання про публічне оголошення про їх намір придбати акції акціонерного товариства з метою концентрації контролю над товариством,

2) вимога про обов'язковий викуп приватним покупцем акцій міноритарних акціонерів товариства, якщо в результаті приватної угоди відбувається перехід права власності на

\* аспірант факультету міжнародного приватного права Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Науковий керівник: доц. Криволапов Б.М.

контрольний пакет акцій товариства від існуючого мажоритарного акціонера до приватного покупця.

3) вимога про обов'язковий викуп ініціатором поглинання акцій міноритарних акціонерів у разі концентрації ним - під час скупівлі акцій у дрібних акціонерів - контрольного пакету акцій товариства [1].

Процес поглинання не врегульований в законодавстві України (що призводить до таких негативних наслідків, які можливі спостерігати в останні роки як - рейдерство).

У західних державах, які мають тривалу історію корпоративного права, питання законодавчого врегулювання процедури поглинання були вирішені в другій половині 20-го століття.

Процедура поглинання, що здійснюється шляхом придбання великого (достатнього) пакета акцій розроблена в англійському праві, і носить назву «Takeover bid». Цей термін можна перекласти як «придбання акцій на основі раніше спрямованої пропозиції». В американському праві часто застосовується термін «tender offer» - тендерна пропозиція (спеціальне регулювання даної процедури було здійснено у 1968р «Законом Вільямсона»). З американського права дана процедура була запозичена багатьма європейськими країнами (період: 1980-2000pp). На сьогоднішній день, американська та європейська модель дещо відрізняються [5, с.344];

- Англійська модель. Англія була першою країною, в якій наприкінці 50-х років ХХ століття були ухвалені регуляторні вимоги до правочинів, в результаті яких покупець придбавав або намагався придбати контроль над компаніями. Необхідність у правилах виникла у відповідь на вражаючу різницю в цінах, які покупці пропонували різноманітним акціонерам. У 1968р. була створена спеціальна неурядова організація - Комісія Сіті зі злиття та поглинання.

На той час для переконання дрібних акціонерів використовувались різноманітні технології — щоденні дзвінки, поштові розсилки тощо. У підсумку акціонери, які погоджувались продати свої акції першими, отримували найменше. Акціонери, які продавали «золотий» пакет акцій, який забезпечував покупцю контроль, отримували найбільше, а акціонери, які вчасно не прийняли пропозицію, не отримували взагалі нічого. Ці події викликали занепокоєння Сіті, яка прийняла збір правил (який не має сили закону, але повсюдно використовується в Великобританії), який отримав назву Кодекс Сіті про поглинання (The City Code on Takeovers), який діє і понині.

Основні вимоги Кодексу Сіті:

- Обов'язкова пропозиція акціонерів продати їх акції, як тільки набувач акцій акціонерної компанії перевищує певний поріг (таке граничне значення в європейських країнах складає, як правило - 30-33% акцій).

- Обмеження повноважень менеджерів компанії на протидію поглинанню.

- Вирішальна роль акціонерів у прийнятті пропозиції.

Сучасне ж регулювання правочинів з придбання контролю над компаніями побудовано на наступних принципах :

- 1) ініціатор поглинання публічної компанії здійснює скупівлю її акцій публічно, і при цьому він зобов'язаний пропонувати однакові умови викупу акцій усім власникам акцій (публічна пропозиція, або оферта);

- 2) якщо ініціатор поглинання в ході публічної скупівлі акцій отримує право контролю над компанією, інші акціонери компанії повинні бути захищені;

- 3) акціонерам компанії має надаватися достатньо часу та інформації для прийняття ними зваженого рішення щодо оферти; у разі якщо рада директорів компанії надає по-

раду акціонерам, рада повинна надати свій висновок щодо впливу, який прийняття оферти матиме на зайнятість, умови праці та розташування виробничих потужностей компанії;

4) рада директорів компанії не повинна чинити перешкод ініціатору поглинання протягом всього часу дії оферти, вона не може відмовити акціонерам у можливості приймати рішення стосовно сутності оферти;

5) забороняються дії, направлені на створення фальшивого ринку акцій, що випускаються компанією, ініціатором поглинання або будь-якою іншою компанією, що має відношення до оферти, в результаті яких процес підвищення або зниження цін на акцій стає штучним, а при цьому порушується нормальне функціонування ринків;

6) надається лише за умови, що ініціатор поглинання забезпечив свою спроможність здійснити оплату по оферті усім, кому вона адресована, або вжив усіх «розумних заходів» для забезпечення надання іншого, крім грошового, виду компенсації, передбаченого офертою [2, с.156];

Належна реалізація цих принципів сприяє створенню в країні ринку корпоративного контролю. За висловлюванням автора відомого англійського підручника П. Дейвіса «ринок корпоративного контролю - це, мабуть, більш впливовий механізм захисту інтересів акціонерів, ніж будь-які інші механізми корпоративного управління, включаючи інститут відповідальності директорів».

21 квітня 2004 року була прийнята Директива ЄС № 2004/25 (щодо придбання значного пакету акцій) [8,366].

- Американська модель. На відміну від європейської, в американській моделі суб'єкт, що поглинає іншу компанію, не зобов'язаний пропонувати акціонерам продати акції. В американській моделі вводиться обов'язок розкриття інформації (як особи, яка проводить поглинання, так і ради директорів компанії, що поглинається). При цьому, менеджмент компанії, що поглинається наділяється широкими повноваженнями з протидії поглинанню. Обов'язковим стає розкриття інформації про кожний придбаний пакет акцій, розмір якого перевищує 5% [7, с.578].

Метою спеціального законодавства про поглинання (як європейського, так і американського) є забезпечення захисту прав акціонерів від знецінення інвестицій.

Дійсно, у праві європейської моделі відбувається наступна ситуація: особа, що поглинає підприємство (як правило) зацікавлена у придбанні певного фіксованого пакета акцій (наприклад, 50% + 1 акція). Отримавши контроль над підприємством після придбання економічно доцільного пакету акцій, «особа, що поглинає» втрачає інтерес до придбання решти акцій, в результаті інвестиції інших акціонерів знецінюються. Тому процедура «Takeover bid» ефективно захищає права міноритарних акціонерів.

У праві американської моделі захист акціонерів базується на наступному: в умовах розвинутого фондового ринку, при публічному оголошенні про поглинання, ціна акцій компанії, що поглинається завжди підвищується. Це дозволяє міноритарному акціонеру продати належні йому акції за вигідною ціною [9, с.985].

- Українська модель. Ініціатор поглинання або приватний покупець зобов'язані здійснювати публічне оголошення про свій намір придбати акції акціонерного товариства (приватного або публічного), якщо їх метою є одноразова купівля або поступова концентрація (наприклад, шляхом укладання серії угод із дрібними акціонерами) 10 і більше відсотків акцій товариства - так званого значного пакету. Публічному розкриттю підлягає інформація про кількість акцій, що плануються купити, а також інформація про те, чи є майбутній покупець акціонером товариства на момент здійснення оголошення. Якщо він є акціонером, то він повинен розкрити інформацію про кількість належних йому акцій. Ін-

формація про ціну, за якою планується купити акції, не розголошується. Публічне оголошення про намір купити акції має лише один юридично значимий наслідок: протягом 30 днів з моменту публікації менеджмент компанії не має права перешкоджати завершенню правочину купівлі-продажу. Особа, яка здійснила публічне оголошення, може відмовитись, не повідомляючи про це, від свого наміру купити акції, а також може купити меншу кількість акцій, ніж розголошено. Отже, ухилення від здійснення публікації також має лише один юридично значимий наслідок: ініціатор поглинання або приватний покупець не можуть вимагати від менеджменту акціонерного товариства не чинити перешкод для купівлі акцій. Закон не визначає коло заборонених перешкод, а також не дає навіть приблизного їх переліку. У світовій практиці під перешкодами розуміються корпоративні рішення, які за відсутності публічної оферти вважалися би цілком законними.

До таких рішень, наприклад, відносяться не погоджене з акціонерами рішення правління або наглядової ради про:

- додаткову емісію акцій,
- відчуження значних активів компанії,
- виплату дивідендів,
- укладання компанією нестандартних для звичайної господарської діяльності компанії контрактів.

Тобто якщо у звичайній ситуації для прийняття вищенаведених рішень згода акціонерів була би не потрібна, після оголошення публічної оферти отримання згоди стає обов'язковим і вчинення цих дій без згоди акціонерів вважається перешкодою у здійсненні оферти [4, с.74]. В Україні перші три випадки (емісія акцій, відчуження активів і виплата дивідендів) у будь-якому разі вимагають дозволу акціонерів. Четвертий випадок становить різновид оціночних понять, використання яких для цілей нормативного регулювання в Україні позбавлено сенсу через відсутність судів, здатних адекватно застосувати їх при вирішенні спорів. Отже, у чому полягає мета публічного оголошення? Існує думка, що воно є «одним із способів захисту акціонерного товариства від рейдерських нападів», тобто насправді розраховано не на захист інтересів ініціатора поглинання (як в Росії або у країнах ЄС), а на захист інтересів менеджменту від недружнього або навіть незаконного поглинання. Втім, викликає сумнів, що позбавлена очевидної санкції за невиконання норма здатна спричинити стримуючий ефект на рейдера. Натомість невизначеність із наслідками вчинення правочину без попереднього публічного повідомлення може внести свій негативний внесок у стагнацію ринку М&А в Україні [3].

#### Список використаних джерел

1. Закон України «Про акціонері товариства».
2. Сазонець І.Л., Джусов О.А., Сазонець О.М. Міжнародні інвестиційна діяльність: навчальний посібник. – К.: Центр навчальної літератури, 2003. – С. 156
3. Єгоров І., Михайлов В. «Иностранные инвестиции в экономику Украины: тенденции и ожидания», Финансовая Украина, 18 лютого 2003 р.
4. Єфименко А.П. Регулювання реорганізації акціонерних товариств у формі злиття та приєднання за законодавством України та Європейського Союзу // Вісник міжнародні відносини, Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – 2001. – № 21-24. – С. 74-80.
5. Завьялова Е.В, Этокова Е.В. Международные слияния и поглощения: опыт Запада. – К: «Рант», 2002. – 344 с.

6. Пирогов А. Слияния и поглощения: зарубежная и российская теория и практика// Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. - №5. - С. 11-15.
7. Gaughan P. Mergers, acquisitions, and corporate restructuring. – New Yourk, NY, Wiley, 1996. – 578 p.
8. World Investment Report 2001. Promoting Linkages. -- UNCTAD, United Nations, New Yourk and Geneva, 2001. - 366 p.
9. Davies, P.L. et. al. (2007) «Gower and Davies' Principles of Modern Company Law», London: Sweet&Maxwell, С. 985