

УДК 339.97(083.78)

РЕГУЛЮВАННЯ ТЕНДЕРНИХ ПРОПОЗИЦІЙ: ДОСВІД США І КРАЇН ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ ДЛЯ УКРАЇНИ

Солоділова І. В., аспірант ДВНЗ Приазовський державний технічний університет, м. Маріуполь

Солоділова І. В. Регулювання тендерних пропозицій: досвід США та країн Європейського Союзу для України. У статті зроблено аналіз регулювання тендерних пропозицій в США та країнах Європейського Союзу. Розглянуто особливості національного регулювання даних угод.

Солоділова И. В. Регулирование тендерных предложений: опыт США и стран Европейского Союза для Украины. В статье сделан анализ регулирования тендерных предложений в США и странах Европейского Союза. Рассмотрены особенности национального регулирования данных сделок.

Solodilova I. Regulation of Tender Offers: the U.S. and the European Union Experience to Ukraine. The article makes an analysis of regulation of tender offers in the United States and the European Union and discusses the features of national regulation of these transactions.

Постановка проблеми. Акціонерна форма капіталу надає компаніям ряд переваг для встановлення корпоративного контролю над іншими суб'єктами господарської діяльності. Даний процес має супроводжуватися ефективним захистом інтересів усіх зацікавлених сторін, що забезпечується інститутами регулювання правових відносин і корпоративним законодавством. Концептуальна основа корпоративного права є базисом для формування ефективних правовідносин у процесі поглинань.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Інформаційною основою дослідження є нормативна база США, Європейського Союзу та України, а також роботи зарубіжних і українських авторів у галузі права та економіки. Особливо варто виділити роботи таких зарубіжних авторів як Д. Депаффіліс, М. Венторuzzо, Т.А. Теобальд, П. Гохан, С. Ф. Рід. Проблеми регулювання поглинань в Україні відображені в працях вітчизняних авторів, таких як Я. Побурко, М. Опріско, О. Єфименко, Ю. Уманцев та ін.

Виділення невирішеної проблеми. Поглинання компаній – складне явище, що вимагає застосування ефективних механізмів державного регулювання і контролю. У розвинених країнах, таких як США і країни Європейського Союзу, інститути захисту прав власності та судова система є ефективною формою захисту прав компаній і інтересів міноритарних акціонерів у поглинаннях. Усвідомлення необхідності регулювання поглинань в Україні стало основою для формування національної регуляторної бази. На сьогоднішній день перед Україною стоїть проблема невідповідності світовим стандартам низки норм корпоративного права, які виступають основою для формування ефективних інститутів регулювання угод. Актуальна проблема неузгодженості і дуалізм норм корпоративного законодавства, а також низький рівень захисту міноритарних акціонерів.

Мета статті. Порівняльний аналіз чинного законодавства про поглинання в США та країнах Європейського Союзу. Виявлення схожих механізмів і національних особливостей регулювання тендерних пропозицій в Україні.

Виклад основного матеріалу. Обширна нормативна база, що регулює поглинання в США та країнах Європейського Союзу, базується на тривалому досвіді, набутому в процесі формування ринку злиттів і поглинань. До регулювання тендерних пропозицій США та Європейський Союз розробили різні підходи.

У США не існує єдиних засадничих принципів у галузі корпоративного права. Федеральні закони (закони першого покоління) засновані на вимогах розкриття інформації для оцінки державою справедливості тендерної пропозиції. Корпоративне законодавство штатів має більш вузьку спрямованість. Це закони другого і третього покоління, метою яких є захист від поглинань компаній, зареєстрованих та діючих на території штатів (Рис. 1.).

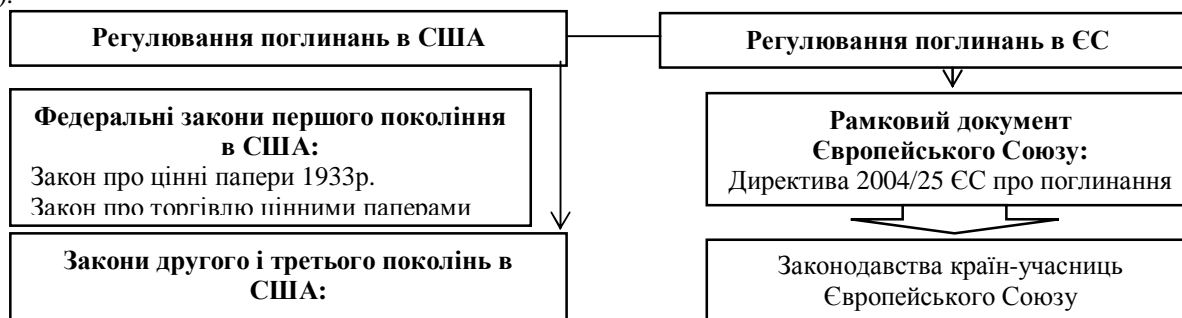


Рис. 1. Зasadничі законодавчі норми, що регулюють поглинання в США і ЄС.

У Європейському Союзі Директива 2004/25 ЄС про поглинання [1], є рамковим документом, що регламентує створення єдиної нормативної бази для поглинань на території Європейського простору. Директива 2004/25 ЄС про поглинання носить рекомендаційний характер для країн-учасниць ЄС і є основою для формування їх державної політики у сфері поглинань (Рис. 1.).

Законодавство США не містить визначення тендерної пропозиції. Прецеденти корпоративного права в США засновані, головним чином, на рішеннях судової системи. Умови, при яких дії покупця розцінюються, як тендерна пропозиція вказані в таблиці 1.

Таблиця 1

Дії покупця розглядаються, як тендерна пропозиція [2, с. 156].

1.	Пропозиція на придбання акцій компанії публічна і направлена всім акціонерам.
2.	Покупець прагне придбати значний пакет акцій компанії.
3.	Запропонована ціна придбання перевищує ринкову вартість акцій компанії-цілі, так як містить премію.
4.	Умови пропозиції встановлені покупцем, а не в результаті домовленості.
5.	Пропозиція про придбання містить фіксовану кількість акцій, які необхідно запропонувати до продажу.
6.	Дія пропозиції про придбання обмежена тимчасовими рамками.
7.	Виявляється певний тиск на акціонерів, що спонукає їх до продажу акцій.
8.	Публічне розкриття інформації про плани покупки, передує або відбувається одночасно з швидкою акумуляцією акцій цільової компанії.

Директива 2004/25 ЄС визначає термін «поглинання» (takeover bid) або «пропозиція» (bid), як публічно зроблену всім акціонерам компанії пропозицію на добровільній або обов'язковій основі на покупку всіх або певної кількості цінних паперів. Метою пропозиції є набуття контролю над компанією відповідно до норм національного права.

Деякі схожі механізми регулювання тендерних пропозицій містяться у Федеральних законах США та рамкових Директивах ЄС. До них можна віднести можливість зміни умов пропозиції; надходження конкуруючої пропозиції; продовження періоду тендеру для ознайомлення зі змінами. І якщо держави-члени ЄС на національному рівні встановлюють правові норми в рамках Директив, то корпоративне законодавство ряду штатів США може значно різнитися. Наприклад, підхід ЄС і США до встановлення ціни пропозиції (у ЄС – це найвища ціна придбання за період від 6 до 12 місяців; у США – це ряд захисних механізмів для компанії-цілі і акціонерів: положення про контрольну частку; положення про справедливую ціну і ін.)

У нормах корпоративного права ЄС існують і інші відмітні особливості. Наприклад, публічне оголошення *про намір зробити пропозицію*, і *про тендерну пропозицію*; обов'язкова тендерна пропозиція (mandatory bid) на викуп акцій акціонерів; «принцип нейтралітету» ради директорів чи наглядової ради; зобов'язання ради директорів надати акціонерам письмові рекомендації з поясненням всіх «за» і «проти» щодо пропозиції. У країнах Європейського Союзу, тендерна пропозиція може бути добровільною, обов'язковою і частковою.

Добровільна тендерна пропозиція – пропозиція на придбання 100% акцій компанії. Вона містить умови:

1. отримано дозвіл контролюючих органів;
2. визначений мінімальний поріг придбання, наприклад 75% акцій цільової компанії.

Обов'язкова тендерна пропозиція – пропозиція акціонерам на придбання всіх акцій компанії після того як було акумульовано пакет акцій компанії-мети певного розміру. Наприклад, у Великобританії виникає необхідність зробити обов'язкову пропозицію в результаті:

- 1) придбання 30% і більше виборчих прав компанії;
- 2) володіння пакетом акцій від 30% до 50% і, якщо його подальше акумулювання триває (Правило 9

Кодексу Сіті) [3].

На відміну від добровільної, обов'язкова пропозиція не піддається таким умовам, як мінімальний поріг придбання.

Часткова тендерна пропозиція – пропозиція на придбання частки акцій компанії, яка не вимагає запуску обов'язкової пропозиції, або пропозиції на збільшення наявної контрольної частки, тобто додаткова пропозиція (наприклад, на збільшення частки до 95%). У разі невдачі тендерної пропозиції (якщо не досягнуто оголошений рівень) – на протязі певного періоду її не може бути відновлено.

Можливості уникнути запуску обов'язкової пропозиції – обмежені, випадки розглядаються індивідуально регулюючими органами.

Законодавством США не передбачено обов'язкову тендерну пропозицію, за винятком корпоративного законодавства деяких штатів, де добровільно прийняті обмеження для часткових поглинань. Наприклад, штати Мен, Пенсільванія і Юта, вимагають 100% придбання акцій компанії, якщо був придбаний пакет певного розміру (положення про викуп). На захист акціонерів у двоярусних тендерних пропозиціях (two-tiered tender offer) багатьма штатами було прийнято положення про справедливую ціну за всі акції. Якщо запропонована ціна не відповідає цим вимогам, то наприклад, закон штату Меріленд вимагає від претендента отримати схвалення 80%

акціонерів і схвалення 2/3 незацікавлених акціонерів для того, щоб здійснити операцію другого ярусу [4, с. 63]. У однорівневій тендерній пропозиції всі акції компанії купуються за однією ціною. У США також існує можливість анулювати (або продовжити) тендерну пропозицію (відклична пропозиція), якщо до закінчення періоду його дії до викупу не було запропоновано необхідну покупцем кількість акцій. У разі безвідкличної пропозиції покупець набуває всіх запропонованих до викупу акцій, не залежно від їх кількості. Види тендерних пропозицій, що застосовуються в США і ЄС, показані на рис. 2.

У США в більшій мірі, ніж у ЄС регулювання поглинань пов'язане з роллю фінансових ринків. Розсіяна структура власності та ефективні фінансові ринки пояснюють відсутність обов'язкової пропозиції. У ЄС існує ймовірність продажу акцій крупним акціонером з більшою премією поза ринком, або ризик обмеженості свободи дій міноритарних акціонерів через неможливість продати свої акції за «справедливою ціною». Обов'язкова пропозиція спрямована на зниження для акціонерів даних ризиків, і існує в системах з менш розвиненими фондовими ринками і концентрованою структурою власності [5, с. 32].



Рис. 2. Види тендерних пропозицій в США та країнах Європейського Союзу.

В теперішній час в українському законодавстві відсутній термін «поглинання». В економічній літературі підхід до сутності цього явища заснований на зарубіжних джерелах і на національній правовій базі, що регулює дані процеси. В Україні розділ XI Закону України «Про акціонерні товариства» [6] покликаний здійснювати регулювання відносин, що виникають у результаті придбання значного або контрольного пакета акцій, будучи національним законодавством, що регулює поглинання. Стаття 65 «Придбання акцій товариства в результаті придбання контрольного пакету акцій» регулює тендерні пропозиції в Україні.

Законодавством контрольний пакет акцій закріплено за пакетом розміром більше 50% (50% + 1 акція) простих акцій акціонерного товариства, з урахуванням акцій покупця і афілійованих з ним осіб. Покупець або ініціатор поглинання, що сконцентрував у своїй власності контрольний пакет акцій, зобов'язаний зробити пропозицію (направити *безвідкличну оферту*) усім акціонерам на придбання у них простих акцій АТ. Норми про обов'язковий викуп акцій поширюється на всі акціонерні товариства, не залежно від кількості акціонерів і містять два винятки:

1) не застосовуються у разі придбання контрольного пакету акцій державного акціонерного товариства в процесі приватизації;

2) не поширюються на осіб, які вже є власниками контрольного пакета акцій.

Аналіз зарубіжної та вітчизняної економічної та правової літератури дозволяє виділити ряд особливостей регулювання тендерних пропозицій в Україні:

1) інформаційна обмеженість спрямованої акціонерам оферти;

2) не визначено процедуру виплат акціонерам, які прийняли пропозицію;

3) існує проблема визначення ціни акцій, що викупаються;

4) не встановлено норми захисту міноритарних акціонерів від ризику несправедливого розподілу премії

за контроль, тим самим створюється можливість структурування двоярусної тендерної пропозиції;

5) відсутній ряд стадій механізму поглинання (зміна умов і продовження періоду пропозиції, можливість надходження конкуруючої пропозиції, правило прориву (Breakthrough Rule), право на витіснення (Squeeze-out) і тощо);

б) не визначено санкції, в разі ухилення від напрямку, акціонерам товариства публічної оферти, наприклад, позбавлення права голосувати на загальних зборах акціонерів часткою акцій, що надає контроль над акціонерним товариством.

Висновки. У результаті дослідження було визначено особливості регулювання поглинань в розвинених країнах: відсутність єдиних засадничих принципів у галузі корпоративного права в США; існування єдиної нормативної бази для поглинань на території Європейського простору.

На підставі аналізу літературних джерел було визначено схожі механізми і основні відмінності у регулюванні тендерних пропозицій в розвинених країнах. Схожими механізмами є: можливість зміни умов; надходження конкуруючої пропозиції; продовження періоду її дії та ін. До основних відмінностей відносяться: Федеральним законодавством США не передбачено обов'язкову тендерну пропозицію; в ЄС запуск обов'язкової тендерної пропозиції відбувається при акумулюванні певного розміру пакету акцій компанії-цілі; в корпоративні законодавства деяких штатів в США добровільно включено обмеження для часткових поглинань; на території Європейського простору вимоги до добровільних, обов'язкових і часткових пропозицій жорстко регламентовані; крім вимоги надати публічності тендерну пропозицію (у ЄС і США), в Європейському Союзі також є необхідним оголошення про намір зробити пропозицію, вимога надавати акціонерам рекомендацію з поясненнями щодо пропозиції та ін.

На підставі дослідження нормативної бази та робіт ряду авторів в галузі права зроблено висновок, що, схожість українського і європейського законодавств про поглинання обмежується вимогою до запуску обов'язкової тендерної пропозиції, внаслідок придбання контрольного пакету акцій товариства. Виділені автором особливості регулювання тендерних пропозицій в Україні свідчать про незахищеність в угодах прав і інтересів міноритарних акціонерів.

Список використаних джерел:

1. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids. Available at : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF>
2. Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы [Текст] : [пер. с англ.] / Д. Депаффилис. – М. : ЗАО «Олимп – Бизнес», 2007. – 960 с. – ISBN 978-5-9693-0068-2.
3. The Takeover Code. The Panel on Takeovers and Mergers. – ISBN 0-9500466-6-3. Available at : <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>
4. Theobald T. A. Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization / Tyler A. Theobald // Currents: International Trade Law Journal. – 2006. – Vol. 15. – № 2. – P. 60-80.
5. Ventoruzzo Marco. Legal Studies Research Paper Series The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economic Ends / Bocconi University, Institutes of Comparative Law (IDC), Research Paper № 06-07. Available at: <http://ssrn.com/abstract=819764>
6. Про акціонерні товариства. Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/>

Ключові слова: корпоративне право, законодавство про поглинання, тендерна пропозиція, нормативна база.

Ключевые слова: корпоративное право, законодательство о поглощениях, тендерное предложение, нормативная база.

Key words: corporate law, law on takeovers, tender offer, regulatory framework.