



Законодавче регулювання процесів ворожого поглинання у США та Великій Британії

Дарина КУШЕРЕЦЬ,
кандидат економічних наук,
доцент кафедри економіки
та менеджменту
Університету сучасних знань

12

Сьогодні в усьому світі вельми поширеними явищами є операції захоплення, скуповування, дружнього придбання та ворожого поглинання компаній. Незважаючи на те, що ворожі поглинання, які відбувалися вперше, вважалися спірними, вони стали новою «відправною точкою» для бізнес-спільнот розвинених країн, а також стимулом для запровадження істотних змін у системі корпоративного управління [7].

Враховуючи глобалізаційні процеси, що сьогодні відбуваються у світі, а також їхній вплив на характер відносин у сфері господарської діяльності, законодавство найрозвиненіших країн не забороняє ворожих поглинань. Насамперед це зумовлено позитивним ефектом схожих процесів, що полягає у зміцненні позицій суб'єктів господарювання на нових ринках у результаті збільшення кількості клієнтів, а також поєднання ресурсів, досвіду та потужностей компаній, які об'єдналися [6]. Водночас українські варіанти ворожих поглинань та корпоративного рейдерства істотно відмінні від їхніх західних аналогів, бо є здебільшого протиправними та мають негативні соціально-економічні наслідки [3, с. 3]. Отже, актуальність порушеної теми зумовлена необхідністю дослідження найкращих практик у сфері законодавчого регулювання процесів ворожих поглинань.

В Україні це питання вивчали М. Колісник, А. Киреєв, С. Бурбел, З. Тарханов, І. Андрущенко, М. Дудченко, О. Єтокова, Г. Климко, А. Кредісов, Д. Лук'яненко, Ю. Макогон, О. Мозговий, А. Габов та інші. Крім того, окресленій проблематиці присвячені роботи таких західних учених, як Ф. Еванс, Д. Бішоп, Д. Джакобс, К. Мілхаупт, Е. Кім, М. Дженсен, І. Мекнінг, Г. Дональдсон, Р. Ролл, Д. Селмер, Р. Стілман, М. Трем, С. Рід, М. Хебек, Р. Фостер та багатьох інших.

Однак, незважаючи на посилену увагу до цього питання, в науковій літературі немає єдиних концептуальних підходів до розуміння сутності ворожого поглинання, тому автор вважає за необхідне дослідити історичний розвиток цього поняття в англо-американській системі права, розкривши його як об'єктивне соціально-економічне явище й визначивши відмінні риси англійської та американської моделей регулювання ворожих поглинань.

По суті, від часу свого виникнення, а особливо за останні п'ятдесят років, методи, тактики і закони ворожих корпоративних поглинань у США та Великій Британії значно змінилися [4].

З огляду на сутність ворожих поглинань, можна казати, що вони є практичним утіленням такого явища, як конкуренція за управління активами. Така конкуренція, своєю чергою, може існувати за умов, коли керівний склад акціонерних товариств наділено достатніми повноваженнями з управління майном, котре належить акціонерам, з метою збільшення їхніх доходів [6].

Інакше кажучи, під ворожим поглинанням розуміють ситуацію, коли одна компанія скуповує акції іншої всупереч волі керівництва останньої в кількості, достатній для здобуття контролю над нею. Є два способи такого поглинання: пряма пропозиція щодо купівлі акцій, яку може зробити стороння компанія з метою придбання акцій конкретної компанії за ціною, вищою, аніж їхня поточна вартість на ринку; боротьба за голоси акціонерів, що є спробою сторонньої компанії переконати акціонерів компанії, яка є предметом ворожого поглинання, проголосувати за обрання такого управлінського складу, котрий задовольняє потреби першої [4].

Ставлення до ворожих поглинань у суспільстві є неоднозначним, адже досить часто вони сприймаються громадськістю як «відбирання» бізнесу у власників, що підлягає осуду. З другого боку, новий власник може внести кардинальні зміни до організаційних процесів компанії, що призведе до успішної реструктуризації бізнесу. Тож, проаналізувавши численні публікації на цю тему, можна дійти одного загального висновку: поглинання, особливо вороже, має бути врегульоване на законодавчому рівні [4; 13; 14].

У США та Великій Британії соціально-економічне явище ворожих поглинань має досить тривалу історію та різні форми, які виникали й розвивалися на тлі наявного в той чи інший час законодавчого регулювання та моделей корпоративного управління. Можна виокремити такі види ворожих поглинань:

- поступове скуповування акцій (спрямоване на зміну небажаних членів виконавчого органу або обмін акцій), за якого акціонерам компанії, що набуває активів, пропонується обміняти свої акції на акції іншої обраної компанії. Це відбувається шляхом вироблення тендерної пропозиції (*tender offer*) або скуповування акцій на фондовому ринку (*stock market acquisitions*);

- раптове поглинання (*blitzkrieg tender offer*) – швидке скуповування акцій (*bust-up takeover*), викуп контрольного пакета акцій із залученням застави (*leveraged buyout*). У цьому разі активи компанії, що поглинається, продають для виплати боргу, який виник у результаті фінансування поглинання;

- «ведмежі обійми» (*bear hug*) – одна з найпопулярніших тактик у англосаксонській системі права. Реалізується зазвичай через надсилання листа виконавчому органу обраної компанії з повідомленням про запла-

новане поглинання та вимогою швидко ухвалити необхідне рішення (іноді протягом декількох годин). Якщо відповіді не буде отримано або вона не задовольнить компанію-набувача, остання може звернутися безпосередньо до акціонерів компанії-мети. Водночас компанія, яка здійснює поглинання, прагне змінити управлінський склад, котрий не бажає з нею співпрацювати;

– «білий лицар» (*white knight*): після отримання компанією інформації про те, що її бажать придбати, вона може запросити так званого білого лицаря – дружню компанію, привілеєм якої є закритий опціон – можливість придбання додаткової частини статутного капіталу об'єкта поглинання за ціною, нижчою від номінальної;

– «стратегія леді Макбет» (*Lady Macbeth Strategy*) полягає в тому, що компанія спочатку виступає в ролі «білого лицаря», а потім об'єднується з компанією, яка є ініціатором процесу поглинання [1].

В усі часи в корпоративних системах більшості держав ворожі поглинання з'являлися за наявності кількох причин, проте основною завжди вважалася конкуренція. Вона зумовлена потребою пошуку нових інвесторів та моделей управління, які надалі сприятимуть позитивним змінам та реструктуризації. Треба зауважити, що наслідки застосування таких практик у різних країнах істотно відмінні.

Можливість ворожого поглинання компаній вплинула на формування сучасних моделей корпоративного управління в США та Великій Британії. Варто зазначити, що саме в цих державах діє «аутсайдерська» система управління корпорацією, яка передбачає існування вагомого впливу керівного складу на прийняття та реалізацію важливих рішень, бо їй притаманна значна розпороченість акціонерного капіталу через велику кількість дрібних інвесторів. Водночас функції володіння та управління відокремлені й в обох країнах мають свої особливості [2].

Соціально-економічний ефект ворожих поглинань залежить від таких чинників, як первинне законодавство держав, судова практика, стан урегулювання та впливу з боку державних органів і приватних угод між учасниками ринку.

Значні розбіжності в регулюванні ворожих поглинань у США та Великій Британії зумовлені низкою причин, проте, коли справа доходить до бізнесу і фінансів, ці держави, вочевидь, мають більше спільного, аніж будь-які інші країни з розвинутою економікою. Корпоративне управління є ринковим в обох державах і йому притаманний поділ власності та контролю, що рідко трапляється в інших країнах світу. Водночас попри всі схожі риси США та Велика Британія використовують різні стратегії законодавчого регулювання ворожих поглинань, які впливають на розвиток моделей корпоративного управління.

Історія ворожих поглинань у США розпочалася в 30-х роках XX століття. Це явище вплинуло на появу та розвиток системи голосування за дорученнями на управлінських зборах, що, своєю чергою, призвело до впровадження нових банківських угод та реформ законодавства про цінні папери. Наприкінці 1950-х – початку 1960-х років корпоративні рейдери розробили «стратегію тендерних пропозицій», ще потужнішу й ефективнішу, ніж система голосування за дорученнями [13].

Лише 1968 року, після ухвалення Закону Вільямса [14], було зроблено перший дієвий крок на шляху до зменшення негативного ефекту ворожих поглинань. Зазначений документ потребував розкриття будь-якої зі сторін, яка робить тендерну пропозицію; повідомлення Комісії з цінних паперів США про наміри цієї сторони; виконання обов'язку дотримуватися встановлених строків, протягом яких претендентам забороняється здійснювати будь-які дії, спрямовані на участь у бізнесі конкретної компанії. Ці положення дають акціонерам можливість проаналізувати всі наступні зміни в управлінні компанією та не допустити її ворожого поглинання сторонніми особами. Основним завданням нового закону стало запобігання участі компаній у тендерних пропозиціях на кшталт «*Saturday Night Special*», за допомогою яких чинився тиск на акціонерів та вимагалось прийняття швидкого рішення, що обмежувало учасників у виборі [13].

Незважаючи на сумнівну славу, якої «зажили» ворожі поглинання в моделях корпоративного управління США протягом тривалого періоду свого існування, зауважимо, що з їхньою допомогою відбувалися й певні позитивні процеси, зокрема: покращення моделі корпоративного управління; зменшення кількості порушень, пов'язаних із веденням фінансової документації та відхиленнями від статутних процедур; толерантне ставлення мажоритарних власників та менеджменту до міноритарних акціонерів; а також остаточний розподіл функцій оперативного управління та володіння компанією [6].

Як і в Сполучених Штатах, історія ворожих поглинань у Великій Британії розпочалася на початку 1950-х років, адже післявоєнні економічні потрясіння створили сприятливі умови для їхнього розвитку.

Для недопущення негативного впливу ворожих поглинань на законодавчому рівні було прийнято важливий документ рекомендаційного характеру – так званий Кодекс злиттів і поглинань (*City Code on Takeovers and Mergers*) [12]. У вступі до нього зазначено: «Кодекс не має юридичної сили, і не прагне її мати, але той, хто хоче скористатися можливостями британського фондового ринку, зобов'язаний поводитися відповідно до правил цього кодексу щодо питань поглинання компаній». Документ покликаний забезпечувати справедливе й рівне ставлення до всіх акціонерів компанії, що поглинається, можливість прийняття ними рішення про продаж своїх акцій добровільно, без тиску на управлінський склад компанії, з урахуванням усієї інформації, яка може вплинути на рішення щодо продажу ними своїх акцій [10].

Незважаючи на значення прийнятого кодексу, варто наголосити, що предметом його регулювання є приватноправові цілі, тому він залишає поза увагою наслідки економічного, соціального, екологічного та політичного характеру. Відтак публічно-правові аспекти злиттів і поглинань підпадають під дію низки інших законодавчих актів – Закону про чесну торгівлю 1973 року [8] та Закону про конкуренцію 1998 року [9].

Розробку кодексу, його публікацію та ефективне застосування забезпечує Комісія зі злиттів і поглинань (*Panel on Takeovers and Mergers*), створена 1968 року. До її функцій належить здійснення контролю над процесом злиттів і поглинань, проте вона не працює над питаннями недобросовісної конкуренції [14].


І в англійській, і в американській системах корпоративного управління явище ворожих поглинань розглядають як дисциплінарний механізм контролю над ефективністю управління. Він, своєю чергою, містить норми, що регулюють процес та способи ворожого поглинання, які в цих двох системах є геть різними.

Критики американського різновиду корпоративного управління приділяли посилену увагу впливу конкурентного федералізму, основною умовою якого є використання інновацій у сфері державного виконавчого управління щодо врегулювання ворожих поглинань, що є кардинальною протилежною рисою відповідної системи у Великій Британії [5].

Проаналізувавши особливості процесів ворожих поглинань, можна дійти висновку, що інтереси приватних інвесторів Великої Британії істотно вплинули на саморегулятивний характер цих явищ, тоді як у США значну роль продовжують відігравати судова правотворчість та ефективне державне регулювання.

У США на законодавчому рівні врегульовано досить детальний порядок здійснення ворожих поглинань, що зумовлює наявність значних відмінностей у системах нормативно-правового регулювання обох країн, незважаючи на їхню схожість. Саме це стало причиною численних дебатів щодо встановлення єдиного регулювання процесу поглинань у Європі (Директива ЄС із поглинань) [11].

Основною передумовою ворожих поглинань у США та Великій Британії є відсутність законодавчої заборони цієї діяльності. Ще одним визначальним чинником вважається значна розпороченість володіння акціями публічних акціонерних товариств та їх вільний обіг, що стає причиною збільшення ризиків та короткостроковості інвестицій.

Варто наголосити, що ворожі поглинання у США та Великій Британії є інструментом контролю за ефективністю корпоративного управління. У Сполучених Штатах така діяльність детально врегульована на законодавчому рівні, тоді як у Великій Британії існує дієва система саморегулювання. Тенденція ворожих поглинань може розвиватись за двома напрямками – або закріпитися в системах корпоративного управління та втілюватися у нових формах, або відійти в минуле та взагалі зникнути. 

Джерела

1. *Александров Д. К.* Правовые аспекты слияния и поглощения в Украине: Практич. пособие. – К.: Юридическая практика, 2006. – 120 с.
2. *Андрущенко І. Г.* Організаційно-психологічні особливості проведення злиття і поглинання компаній в Україні // Судова практика. – 2012. – № 1–2. – С. 23–28.
3. *Бабиш Т.* Рейдерство в Україні – загроза національній безпеці / Віче. – 2010. – № 14. – С. 2–5.
4. *Колісник М. А.* Зарубіжний досвід протидії рейдерству та можливості його використання в Україні. – [Електронний ресурс]. – http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/pib/2010_5/PB-5/PB-5_2.pdf
5. *Стародубцева О. І.* Інституціональне середовище розвитку ринків злиттів та поглинань. – [Електронний

- ресурс]. – <http://ea.donntu.edu.ua:8080/jspui/bitstream/123456789/12412/1/>
6. Центральний юридичний портал України. – [Електронний ресурс]. – <http://studrada.com.ua/content/>
 7. *Armour J.* The Evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: an analytical framework / J. Armour, J. B. Jacobs, C. J. Milhaupt. – Harvard International Law Journal. – 2011. – № 1. – 221 p.
 8. City Code on Takeovers and Mergers, 1968. – [Електронний ресурс]. – <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/code>
 9. Competition Act, 1998. – [Електронний ресурс]. – <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1998/41/contents>
 10. *Davies P.* Gower's Principles of Modern Company Law. 6th ed. – London: Sweet & Maxwell, 1997. – 897 p.
 11. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids. – [Електронний ресурс]. – <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF>
 12. Fair Trading Act, 1973. – [Електронний ресурс]. – <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1973/41>
 13. *Selmer D.* Hostile corporate takeovers: history and overview. – Selected Works of Philip N. Hablutzel, January 1988. – P. 202–235.
 14. The Securities Exchange Act of 1934, as amended through P. L. 112–106, approved April 5, 2012. – [Електронний ресурс]. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

14



Евгеній МЕНДУСЬ,
аспірант Інституту законодавства
Верховної Ради України

Рекомендації Європейської комісії «За демократію через право» як джерело реформування законодавства України

Здобувши незалежність, Україна постійно наголошує на своєму демократичному виборі та європейському спрямуванні зовнішньої політики. Тому після вступу нашої держави до Ради Європи 9 листопада 1995 року Генеральний секретар організації Д. Таршиш і член Європейської комісії Х. ван дер Брук підписали Спільну програму Комісії Європейських співтовариств і Ради Європи щодо реформування правової системи, місцевого самоврядування й удосконалення системи правозастосування в Україні [1]. Цей документ став фундаментом відносин між Україною та Радою Європи.

Ефективним механізмом досягнення амбітної мети з приведення українського законодавства у відповідність до європейських стандартів є тісна співпраця з Європейською комісією «За демократію через право», більш відомою як Венеціанська комісія (за місцем свого розташування). Сьогодні наша держава є одним із найактивніших учасників взаємодії з цим інститутом, щорічно надсилаючи на його розгляд по кілька законопроектів. В Україні рекомендації Венеціанської комісії (ВК) є предметом публічного

обговорення і тому вони, як правило, отримують значний суспільний резонанс. Ключові питання, пов'язані з її роботою, цікавлять і наукові кола, і політиків, і юристів, і політично активних громадян [5, с. 31].

Звісно, такий стан справ сприятливий для розвитку вітчизняного законодавства в напрямі зміцнення демократії, гарантування прав і свобод людини й виконання зобов'язань України перед Радою Європи. Відтак важко переоцінити роль Європейської комісії «За демократію