

## НАУКОВІ СТАТТІ

**Матіас Хаберзак\*<sup>1</sup>**

### ЗАБОРОНА НА СТВОРЕННЯ ПЕРЕШКОД І ПРАВИЛО ОБОВ'ЯЗКОВОЇ ПРОПОЗИЦІЇ – НАРІЖНИЙ КАМІНЬ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ЗАКОНОДАВСТВА ПРО ПОГЛИНАННЯ?

УДК 347.19

DOI: <https://doi.org/10.69724/2786-8834-2024-3-3-6-42>

Директива про поглинання для заборони на створення перешкод і для дотримання правил обов'язкової пропозиції містить два принципи, що задають тон британському законодавству про поглинання приблизно останні 50 років. Зміни в економічній і правовій кон'юктурі ринку корпоративного контролю, що настали з часу ухвалення Директиви про поглинання, ставлять, однак, під сумнів легітимність обох принципів. І це поряд із більшим значенням інституційних інвесторів, зростаючою активністю акціонерів і впливом консультантів з питань голосування, а також із нещодавно ухваленою реформою Директиви про права акціонерів. Стаття спрямована на підтримку передання корпоративному праву вирішення конфлікту інтересів, що виникає при виконанні директорами своїх обов'язків, і захист міноритарних акціонерів у разі контролю компанії-мішені – шляху, яким віддавна слідує законодавство США.

#### План

I. Початкові положення:

1. Шлях до Директиви про поглинання

2. Звіт Комісії про застосування:

а) заходи, що намічені Комісією;

б) відсутність змін щодо заборони на створення перешкод і правила захоплення.

II. Головне питання: чітка диференціація за предметом регулювання між корпоративним правом і законодавством про поглинання.

1. Заборона на створення перешкод і правило обов'язкової пропозиції у світлі відносин, що змінилися.

2. Регулювання за допомогою корпоративного права або законодавства про поглинання.

<sup>1</sup> Роботу опубліковано німецькою мовою в ZHR 181 (2017), 603, англійською мовою – в ECFR 15 (2018), як результат наукового стажування у якості запрошеного старшого наукового співробітника Лондонської школи економіки. Велика подяка Девіду Кершо (David Kershaw) за численні ініціативні пропозиції.

\* Переклад з німецької – канд. юрид. наук, старший науковий співробітник НДІ ІВ НАПрН України С. Готов. Україномовна версія – канд. юрид. наук, завідувача кафедри цивільно-правових дисциплін та правової підтримки підприємницької діяльності Харківський університет Н. Бондар

III. Заборона на створення перешкод – невід’ємна складова корпоративного управління?

1) Помилкові стимули та конфлікт інтересів – вибір між Сциллою та Харибдою:

а) дисциплінуюча функція заборони на створення перешкод в акціонерному товаристві, що випустило частину акцій у вільний обіг;

б) недосконалість ринку і хибні стимули;

с) конфлікт інтересів.

2. Нередувантність суворої заборони на створення перешкод

3. Обстоювання жорсткішого регулювання відносин, пов’язаних із:

а) пом’якшенням суворої заборони на створення перешкод розумінням її як крайнього заходу;

б) урахуванням активності акціонерів;

с) автономією акціонерів.

4. Захист від майбутньої пропозиції (превентивні методи (pre bid defences)).

5. Результат.

IV. Правило обов’язкової пропозиції – безвідмовний інструмент для захисту міноритарних акціонерів?

1. вихідні засади:

а) виникнення та вдосконалення європейського правила обов’язкової пропозиції;

б) Американське (США) Market Rule як контрмодель.

2. Розподіл премії за контроль – питання права, а не економіки.

3 Підстава для суворого правила обов’язкової пропозиції:

а) співмірність превентивного захисту?

б) рівне ставлення до акціонерів?

4. Висновки:

а) обов’язкова пропозиція як правило за замовчуванням?

б) поширення на всі торгові системи і на маржеві угоди.

5. Демпінг.

V. Висновок.

## I. ВИХІДНІ ПОСИЛАННЯ

### 1. Шлях до Директиви про поглинання

З прийняттям близько 13 років тому Директиви<sup>2</sup> про поглинання стало можливим здійснення наміру, витоки якого сягають 70-х років минулого століття. Відправною точкою є складений Робертом Пеннінґтоном (Robert Pennington) «Звіт щодо поглинання та інших пропозицій»<sup>3</sup>, що вийшов 1974 року, який слід роз-

<sup>2</sup> Директива 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21.04.2004 щодо пропозицій про поглинання, ABl. L 142/12 від 30 квітня 2004 р.

<sup>3</sup> Коментований документ XI/56/74; до цього питання – з німецької точки зору Behrens ZGR 1975, 433 ff.; Bess AG 1976, 169 ff., 206 ff.

глядати безпосередньо у взаємозв'язку зі вступом Сполученого Королівства до Європейського економічного співтовариства, що складалося на той момент лише з шести держав-засновників. На той час City міг не тільки звертатися до багаторічного досвіду застосування Кодексу про поглинання і злиття (City Code on Takeover and Mergers) від 1968 року і діяльності Комітету з поглинань (Take-over Panel). Сам Кодекс, зі свого боку, спирався, скоріше, на свій досвід із «ворожими» поглинаннями в 50-х роках та на Notes on Amalgamations of British Businesses<sup>4</sup>, що були потім взяті на озброєння в 1959 році.

Те, що до ухвалення Директиви повинно було минути тридцять років, не в останню чергу пояснюється тим, що підкреслено прихильний до акціонерів підхід британського законодавства про поглинання не зустрів співчуття в континентальній Європі. Примітно, що в Німеччині мала місце не тільки спроба поглинання Continental компанією Pirelli (у підсумку безуспішна) і поглинання Hoesch концерном Крупп (вдале), а й «скріплене печаткою» в лютому 2000 року поглинання Mannesmann компанією Vodafone (операція на суму з обігом близько 200 млрд. доларів США!). Усі вони змогли бути здійснені без будь-яких зобов'язуючих умов з боку законодавства про поглинання, хоча з 1979 року існувало «Керівництво з добровільних публічних пропозицій про купівлю та обмін», а з 01.10.1995 – Кодекс з поглинань<sup>5</sup>. Однак обидва зводи правил, розроблених експертною комісією біржі при Федеральному міністерстві фінансів, розраховані на їхнє добровільне дотримання компаніями. І ця концепція не змогла забезпечити очікувану загальну обов'язковість, на відміну від її застосування в Сполученому Королівстві. Тим паче, що вбачалася можливість відмови від від початку оголошеної згоди на її застосування, чим і скористалося в критичній ситуації чимало компаній, що здійснюють подібну діяльність на ринку (далі – гравці).

Незважаючи на те, що експертна комісія біржі ще в лютому 1999 року рекомендувала регулювання пропозицій про поглинання за допомогою законодавства<sup>6</sup>, ухваленню німецького Закону про придбання акцій і поглинання від 20.12.2001 сприяло саме поглинання Mannesmann<sup>7</sup>, яке відбулося після цього. Дух цього Закону (WpBG), проте, від самого початку був іншим, ніж дух City Code on Takeover and Mergers. Якщо Notes on Amalgamations of British Businesses, а потім і City Code відреагували (насамперед під впливом гравців<sup>8</sup>) на небажаний із погляду акціонерів захист від «ворожої» пропозиції про поглинання встановленням суворої заборони

<sup>4</sup> Детальніше: *Kershaw, Principles of Takeover Regulation*, 2016, S. 65 ff.

<sup>5</sup> Передрук Кодексу в AG 1995, 572 і – в редакції від 01.01.1998 – AG 1998,133; докладніше *Pöttsch*, in: *Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG*, 2. Aufl. 2013, Einl. Rn. 19 ff.

<sup>6</sup> *Assmann/Pöttsch/Schneider/Pöttsch* (сн. 4), Einl. 22.

<sup>7</sup> Стаття 1 Закону про регулювання публічних пропозицій про придбання цінних паперів і поглинання підприємств від 20.12.2001, BGBl. I S. 3822.

<sup>8</sup> До цього питання спеціально *Armour/Skeel Georgetown Law Journal* 95 (2007), 1727, 1767 ff. (інституційні інвестори); *Kershaw* (сн. 3), S. 85 ff. (інвестиційні банки).

на створення перешкод<sup>9</sup>, то законодавство Німеччини, як і раніше законодавство Делавера<sup>10</sup>, пішло в протилежному напрямі, скасувавши за допомогою Закону про контроль та прозорість у корпоративному секторі (KonTraG) від 1998 р. перешкоди для поглинання, які вкорінені в акціонерному праві перешкоди для поглинання, зокрема, права на більшість і на кілька голосів.<sup>11</sup> Передбачена в § 33 Закону про придбання цінних паперів та поглинання заборона на створення перешкод так чи інакше безперервно «розхитувалася» під час законодавчого процесу, і врешті-решт оголошує правомірними, зокрема, дії правління, схвалені наглядовою радою компанії-мішені.

Гіркий досвід Mannesmann і припис § 33 Закону про придбання цінних паперів і поглинання позначилися згодом вирішальним чином на долі Директиви про поглинання. Як відомо, у 1999 році було досягнуто політичної згоди між державами-учасницями щодо правил обов'язкової пропозиції, які зазнали в Німеччині спочатку різкої критики, внаслідок чого здавалося, що до остаточного прийняття Директиви залишився один крок<sup>12</sup>. Мабуть, у спірному до останнього моменту питанні про межі дії заборони на створення перешкод прихильники суворої лінії здобули перемогу: відповідно до ст. 9 п. 1а проєкту Директиви правління компанії-мішені повинно обов'язково отримати згоду Загальних зборів, перш ніж воно вживе заходів, які могли б блокувати пропозицію. Інше має застосовуватися тільки до пошуку конкуруючих пропозицій і до використання санкціонованого капіталу. Незважаючи на компроміси, напрацьовані посередницьким комітетом, саме ст. 9 проєкту Директиви зіткнулася із запеклим опором з боку ФРН.

ФРН, власне, мала дізнатися, що в розпорядженні компаній – резидентів інших держав-учасниць, як і раніше, залишалися відповідні статуту засоби захисту, надані німецьким компаніям Законом про контроль і прозорість у корпоративному секторі. Після того як федеральному уряду вдалося залучити, поряд із німецькими, делегатів Італії та Іспанії, проєкт Директиви не здобув необхідної більшості під час ухвалення щодо нього Рішення Європейського Парламенту від 04.07.2001.

<sup>9</sup> Щодо виникнення «Кодексу з поглинань» загалом та витоків заборони на створення перешкод у попередніх «ворожих» пропозиціях про поглинання, що стосується Savoy Hotel Company та British Aluminium, зокрема, див. *Armour/Skeel Georgetown Law Journal* 95 (2007), 1727, 1756 ff.; *Kershaw* (сн. 3), S. 65 ff.

<sup>10</sup> Див., напр., *Time Warner v. Paramount Communications*, 571 A2d 1140 (Del 1989). – Різниця розвитку в Сполученому Королівстві та в Делавері тим примітніша, що в обох правопорядках публічні компанії, як правило, є товариствами, що випустили частину акцій у вільний обіг, а в США ставляться до «ворожого» поглинання, як до інструменту дисциплінування керівництва, тому спочатку в літературі переважала думка, що керівництво компанії-мішені повинно поводитися пасивно; подтв. у *Coffee*, *Columbia Law Review* 84 (1984), 1145, 1147 ff.; *Kahan/Rock University of Chicago Law Review* 69 (2002), 871, 874 ff.; докладніше щодо розвитку та можливих причин для розбіжностей див. *Armour/Skeel Georgetown Law Journal* 95 (2007), 1727, 1751 ff.

<sup>11</sup> § 12 п. 2, 134 п. 1 Статті 2 Закону про акціонерні товариства в редакції Закону про контроль і прозорість у корпоративному секторі від 27.04.1998, BGBl. I, S. 786.

<sup>12</sup> *Neue ZIP* 2001, 1120: «Die EU-Übernehmerrichtlinie auf der Zielgeraden».

Комісія не дала ввести себе в оману і, натхненна не в останню чергу винесеними Європейським судом 04.06.2002 рішеннями по «золотим акціям»<sup>13</sup>, представила 02.10.2002 новий проєкт Директиви про поглинання<sup>14</sup>, в якому, спираючись на думку групи експертів високого рівня з корпоративного права<sup>15</sup>, містилися правила про обов'язкову пропозицію, сувору заборону на створення цьому перешкод і врахування передбачених статутом положень щодо обмеження права голосу і права розпорядження.

Оскільки з боку деяких держав-учасниць у відповідь на це намітився опір<sup>16</sup>, з ініціативи Португалії на початку червня 2003 року стало можливим досягнення компромісу у вигляді застосування моделі опціону, зафіксованої в ст. 12 Директиви. Однак Комісія змогла наполягти на правилі обов'язкової пропозиції без передбачення можливості відмови від неї (opt-out). Причина тут, безсумнівно, у тому, що законодавство про поглинання більшості держав-учасниць взяло приклад з City Code і було знайоме з правилом обов'язкової пропозиції ще до ухвалення Директиви, внаслідок чого особливий політичний спротив не зміг проявитися<sup>17</sup>. Крім цього, ст. 5 Директиви надає державам-учасницям великий простір для дій щодо вдосконалення правила обов'язкової пропозиції, особливо щодо того, що стосується порогового контрольного значення і методу для встановлення контролю, але також щодо розміру ціни пропозиції та виду зустрічного задоволення, винятків із правила обов'язкової пропозиції, що підлягають регулюванню державами-учасницями.

## 2. Звіт Комісії про застосування Директиви

### а) Заходи, намічені Комісією

Вже в 2007 році Комісія надала звіт щодо реалізації Директиви в державах-учасницях, який дійшов (що не дивно, зважаючи на численні виборчі права для держав-учасниць) висновку, що держави-учасниці, головним чином, зберегли перешкоди для поглинання, що існували раніше, а в деяких випадках вони навіть посилилися<sup>18</sup>. Керуючись застереженням про перегляд ст. 20 Директиви, Комісія на підставі замовленої нею у компанії Marcus Partners Доповіді про оцінку

<sup>13</sup> EuGH, Rs. C-483/99, Slg. 2002 I-4781 ; Rs. C-367/98, Slg. 2002 I-4731.

<sup>14</sup> Передрук у ZIP 2002, 1863; до цього питання Habersack ZHR 166 (2002), 619 ff.; Krause BB 2002, 2341 ff.; Seibt/Heiser ZIP 2002, 2193 ff.

<sup>15</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids, Брюссель, 10 січня 2001 р.; див. до цього питання, власне, Wiesner ZIP 2002, 208 ff.

<sup>16</sup> Причина тут була в тому, що правило захоплення Ст. 11 Пропозиції повинно враховувати обмеження права голосу і права розпорядження, а не популярні, насамперед, у Скандинавії, права на кілька голосів, див. Wiesner ZIP 2002, 1967

<sup>17</sup> Hopt, Europäisches Übernahmerecht, 2013, S. 32. До розвитку див. у IV. 1.

<sup>18</sup> Commission Staff Working Document, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, 21.2.2007, SEC (2007) 268 ; до цього питання Davies/Schuster/v. d. Walle de Ghelcke The Takeover Directive as a Protectionist Tool, ECGI Law Working Paper N. 141/2010, S. 33 ff., 48 ff.

(Assessment Report)<sup>19</sup> опублікувала 28.06.2012 свій «Звіт про застосування»<sup>20</sup>. Як випливає з цього звіту, хоча у 19 держав-учасниць діє заборона на створення перешкод (ст. 9 Директиви про поглинання), але тільки три держави-учасниці (Естонія, Латвія і Литва) імплементували правило захоплення (ст. 11 Директиви про поглинання); приблизно половина держав-учасниць використовували застереження про взаємність ст. 12 п. 3 Директиви. Це дає змогу компаніям, які підкоряються дії ст. 9 та/або ст. 11<sup>21</sup>, не застосовувати ці положення, якщо на offerента або на контрольоване ним підприємство їхня дія не поширюється<sup>22</sup>.

Незважаючи на думку Комісії про те, що «регулювання, встановлене за допомогою Директиви, загалом працює задовільно» та в державах-учасниках «не виникло структурних проблем з його дотриманням», вона визначає п'ять сфер, у яких було б доцільним «уточнення» положень Директиви для вдосконалення принципу правової визначеності для зацікавлених осіб і для ефективного здійснення прав (міноритарних) акціонерів.<sup>23</sup>

Поряд із яснішим викладенням фактичного положення «узгоджених дій» (acting in concert), з подальшими дослідженнями щодо винятків із правила обов'язкової пропозиції та продовження діалогу з представниками найманих працівників щодо розроблення досконалішого захисту прав найманих працівників Комісія намічає антидемпінгові заходи: придбання паїв «на рівні порогових цифр для обов'язкових пропозицій» та наступне подання обов'язкової пропозиції «за низькою ціною» створюють можливість «обходу припису за обов'язковою пропозицією», придбання паїв «на рівні порогових цифр для обов'язкових пропозицій» і подальше подання обов'язкової пропозиції «за низькою ціною» створюють можливість «обходу припису щодо обов'язкової пропозиції», що «не відповідає меті Директиви — захисту міноритарних акціонерів під час переходу контролю». І далі: «Приклади з національних правових приписів, наприклад, додаткові порогові контрольні значення для обов'язкових пропозицій або мінімальні умови для акценту пропозицій про поглинання демонструють можливість припинення цієї практики. Комісія зробить відповідні кроки, щоб зупинити такі практики в ЄС, наприклад, шляхом двосто-

<sup>19</sup> The Takeover Bids Directive Assessment Report, опублікований Комісією 28.06.2012. У доступній лише англійською мовою «Доповіді про оцінку» йдеться про дослідження, що складається з 367 (без додатків) сторінок, укладене на основі досвіду та порівняльного правознавства, видане у співпраці з *Centre for European Policy Studies* і враховує законодавство про поглинання 22 держав-членів ЄС і деяких третіх держав (зокрема, США та Швейцарії).

<sup>20</sup> Європейська Комісія, Звіт Комісії до Європейського Парламенту, Ради ЄС, Європейського економічного та соціального комітету та Комітету регіонів, застосування Директиви 2004/25/ЄС про пропозиції про поглинання, COM (2012) 347 final.

<sup>21</sup> Або тому що відсутня відмова (opt-out) держави-учасниці згідно зі ст. 12 п. 1 Директиви, або тому, що компанія прийняла рішення на користь згоди (opt-in) відповідно до ст. 12 п. 1 Директиви.

<sup>22</sup> Щодо третіх держав пор. Преамбула 21, а також докладно Kersting EuZW 2007, 528 ff.; ще *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 24.

<sup>23</sup> Європейська Комісія (сн. 19), Rn. 21 ff.

ронніх дискусій із зацікавленими державами-учасницями або ж за допомогою рекомендацій Комісії»<sup>24</sup>. Комісія вважає наразі «недоречним» скасування прав опціону, що містяться у ст. 12 Директиви, щодо заборони на створення перешкод і правил захоплення та перетворення відповідних положень на обов'язкові приписи. Водночас зазначається, що «запізніле застосування регулювання на добровільній основі явно не виявилось серйозною перешкодою для пропозицій про поглинання в ЄС»<sup>25</sup>.

*б) Відсутність змін щодо заборони на створення перешкод і правила захоплення*

Висновки Комісії, зроблені щодо прав на опціон, передбачених ст. 12 Директиви, чітко показують, що не слід розраховувати на відродження честолюбних проєктів з гармонізації. 12 Директиви, чітко показують, що не слід розраховувати на відродження честолюбних проєктів з гармонізації, що існували до прийняття Директиви або, тим більше, на перехід до повної гармонізації<sup>26</sup>. Звідси право ухвалювати рішення щодо дії заборони на створення перешкод та щодо регулювання «захоплення» надалі залишиться за державами-учасницями. Хоча держава-учасниця, яка ухвалює рішення проти дії вищезазначених принципів, має надати акціонерам можливість все ж таки застосовувати ці принципи. Такий самий порядок дій і згаданого правила взаємності (ст.12 п. 3 Директиви). Однак «єдине ігрове поле» (level playing field) щодо заборони на створення перешкод і регулювання захоплення більше не є метою.

Таким чином, законодавство про поглинання, хоча й таке, що має гібридний характер, виявляє елементи не лише корпоративного права, а й насамперед – права ринку капіталу. Воно поділяє долю європейського корпоративного права, що характеризується після амбітних і багатообіцяючих спроб, особливо 70-х і 80-х років ХХ століття, тривалим періодом застою в гармонізації,<sup>27</sup> тоді як право ринку капіталу, навпаки, вирізняється майже всеохоплюючою гармонізацією, яскрава зірка якої, поза сумнівами, впливає на Регламент щодо зловживань на ринку, що містить безпосередню вимогу до дієвості.

Комісію не можна сварити за застій. Посилення вимог Директиви про поглинання до дій гравців, як-от перехід до заборони на створення перешкод і навіть зобов'язання держав регулювати захоплення компаній, не вписуються наразі в політичний ландшафт (інакше кажучи, вони не мали б шансів на реалізацію). Ще 2011 року Енрікес (Enriques) мав констатувати, що «протекціоністські інстинк-

<sup>24</sup> Європейська Комісія (сн. 19), Rn. 25

<sup>25</sup> Європейська Комісія (сн. 19), Rn. 26

<sup>26</sup> Схожий результат у *Норт* (сн. 16), S. 20 f.

<sup>27</sup> Тільки подумайте, що за мірками великих «кидків» Директиви про публікацію, капітал і злиття все ж таки скромні наміри реформи Директиви про права акціонерів починалися в проєкті Комісії від 2014 року, а згоду з Радою і Парламентом змогли досягти тільки в грудні 2016 р., див. у III. 1. b).



ти національного уряду, навпаки, посилилися з 2004 року»<sup>28</sup> Відтоді ця тенденція, скоріше, зростає. Девіс/Шустер/де Гельке (Davies/Schuster/de Ghelcke) навіть обговорюють, чи не є Директива про поглинання «протекціоністським інструментом» (Protectionist Tool), та доходять висновку, що «замість сприяння досягненню ідеалу Комісії щодо всеохопного обов'язкового правила нейтралітету, Директива загалом, схоже, мала протилежний ефект», і «це – ознаки протекціоністських мотивів, що визначають вибір держав-учасниць стосовно нейтралітету правління».<sup>29</sup>

Поглиблює проблему те, що з Brexit саме держава-учасниця, яка і після поглинання Cadbury Plc. (символу англійської економіки) концерном Kraft Food Inc. (що викликало величезне хвилювання у Сполученому королівстві) як ніхто інший виступає за відкрите для ринку законодавство про поглинання і тим самим – за сувору заборону на створення перешкод<sup>30</sup>, вийде з Європейського Союзу і водночас втратить вплив на вторинне право ЄС. У зв'язку з цим прихильник заборони на створення перешкод і правила поглинання має оцінювати майже як успіх те, що Комісія не хотіла б повертатися до початкового стану.

## II. ОСНОВНЕ ПИТАННЯ: ЧІТКЕ РОЗМЕЖУВАННЯ МІЖ КОРПОРАТИВНИМ ПРАВОМ ТА ЗАКОНОДАВСТВОМ ПРО ПОГЛИНАННЯ ЗА ПРЕДМЕТОМ РЕГУЛЮВАННЯ

### 1. Заборона перешкод та правило обов'язкової оферти у світлі змінених відносин

Якщо результат, що окреслено вище в загальних рисах навряд чи можна оскаржити, то все ж таки залишається питання про те, чи слід з приводу цього ініціювати судовий процес. Чи потрібно шкодувати про те, що не вистачає суворої заборони на створення перешкод, яка потребує дієвості в масштабах усього Євросоюзу, коли американське законодавство про поглинання обходиться чудово без такої заборони? Чи є недоліком те, що правилу обов'язкової пропозиції, зокрема, щодо порогового контрольного значення, бракує чітких настанов, і натомість державам-учасницям ставлять завдання встановлення фактичного становища контролю і методу його отримання? Чи справді варто шкодувати про те, що правило обов'язкової пропозиції допускає демпінг і виявляється, що така процедура «не узгоджується з метою Директиви – захистом міноритарних акціонерів під час переходу контролю» і що, отже, Директива про поглинання вказує в цьому випадку на необхідність реформи?

Відповідь на ці питання призводить не тільки до основ законодавства про поглинання та корпоративного права, а й, окрім цього, породжує необхідність врахо-

<sup>28</sup> *Enriques*, Festschrift Hopt, 2011, S. 1789, 1790.

<sup>29</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), Abstract.

<sup>30</sup> До цього питання, а також до критики суворої заборони на створення перешкод, що з'явилася в англійській літературі під впливом поглинання Cadbury/Kraft, див. ще в III. 2, 3 цієї статті.



увати змінені рамкові умови, які настали з моменту ухвалення Директиви про поглинання (чи, точніше сказати, з 1990-х років, коли Комісія здійснила нову та зрештою успішну спробу ухвалення Директиви)<sup>31</sup> Такого роду зміни очевидні. Поряд із прогресивною гармонізацією права ринку капіталу, методами торгівлі цінними паперами, що стрімко змінюються, істотним значенням інституційних інвесторів загалом та іноземних інституційних інвесторів зокрема, впливом консультантів з питань права голосу та поширеного застосування маржових контрактів (contracts for difference) для цілей формування пайових інвестиційних фондів, з одного боку, виходом Великої Британії з ЄС та протекціоністськими тенденціями, з іншого боку, можна, зокрема, згадати Директиву про внесення змін до Директиви про права акціонерів, завдяки якій мають бути створені особливі механізми захисту корпоративного права у зв'язку з угодами між пов'язаними особами (Related Party Transactions), яку Комісія нещодавно ухвалила. Це має позначитися на активності акціонерів і винагороді директорів<sup>32</sup>.

Водночас ефективне регулювання правочинів між пов'язаними особами має порушити питання про необхідність спеціального захисту міноритарних акціонерів з боку законодавства про поглинання у вигляді (можливо, правила обов'язкової пропозиції, яке ще розробляється). Неослабна активність акціонерів не виявляє жодних явних наслідків для долі заборони на створення перешкод. Тому, з одного боку, звернення до прав загальних зборів акціонерів при захисті від пропозиції про поглинання з посиланням безпосередньо на мінливу роль акціонерів не здається неможливим. З іншого боку, можна довести, що повноваження керівництва компанії для захисту не є достатніми, оскільки акціонери можуть захищатися від надмірного «окопування» самої адміністрації.

## 2. Регулювання за допомогою корпоративного права або законодавства про поглинання

Економічні умови поглинань компаній, пов'язані з публічними пропозиціями про поглинання та необхідністю захисту компанії-мішені, акціонерів та інших стейкхолдерів, включно з найманими працівниками зокрема, та інструменти регулювання, які розглядаються, є предметом численних досліджень та не потребують тут детальних роз'яснень.<sup>33</sup>

Слід взяти до уваги принаймні те, що

– публічна пропозиція про поглинання призводить до «облоги» компанії-мішені;

<sup>31</sup> Також Wymeersch, Festschrift Hommelhoff, 2012, S. 1375, 1390 ff.; Kershaw (сн. 3), S. IX ff.

<sup>32</sup> Директива Європейського Парламенту та Ради про внесення змін до Директиви 2007/36/ЄС щодо сприяння довгостроковому залученню акціонерів, а також Директива 2013/34/ЄС щодо певних елементів пояснень до корпоративного управління, АВІ. Щодо регулювання правочинів між пов'язаними особами див. Vetter ZHR 179 (2015), 273 ff.; до активізму акціонерів див. Graßl/Nicoleszyck AG 2017, 49 ff.

<sup>33</sup> Для загального уявлення на поточний момент див. Hopt (сн. 16), S. 2 ff.

- керівництво компанії-мішені, яке чинить опір пропозиції про поглинання, страждає від конфлікту інтересів;
- акціонери компанії-мішені як адресати пропозиції про поглинання мають серйозну проблему з узгодженістю,
  - у контрольованій компанії виникає конфлікт інтересів між контролюючим акціонером і міноритарними акціонерами;
  - інтереси акціонерів компанії-мішені часто розходяться з інтересами найманих працівників, і тому поглинання порушують особливу проблему захисту найманих працівників.

Однак вирішальним є питання про те, чи повинно реагувати право на ці та аналогічні проблеми захисту спеціальним регулюванням через законодавство про поглинання, чи можна довіряти ефективності загального інструментарію корпоративного права (насамперед, це прояв належної обачності та вимоги до лояльності керівництва, заборон корпоративного права на виплату дивідендів, а за необхідності – інструментарію права концерна).

У цьому випадку вже на старті слід розрізнити три сфери регулювання. 1. Якщо йдеться про процедуру поглинання, необхідну прозорість, вимоги до пропозиції про поглинання та можливості її прийняття (за необхідності, ще й після закінчення строку для акцепту оферти наданням додаткового строку для акцепту, а після отримання контролю – наданням права на розпродаж (sell out)), інструментарій корпоративного права допоможе загалом так само мало, як і загальне договірне право. Тут необхідне, скоріше, регулювання за допомогою спеціального законодавства про поглинання.

2. Для придушення конфлікту інтересів чинного керівництва та захисту міноритарних акціонерів компанії, що потрапила під контроль, американське та англійське законодавство йдуть, як згадувалося раніше, діаметрально протилежними шляхами: тоді як City Code тут використовує спеціальний інструментарій законодавства про поглинання та здавна має в розпорядженні сувору заборону на створення перешкод і таке ж суворе правило обов'язкової пропозиції, законодавство Делавера, яким регулюється переважна більшість поглинань у США, не знайоме ні з тим, ні з іншим<sup>34</sup>. Зважаючи на широкі повноваження правління американської компанії-мішені для захисту від небажаної пропозиції про поглинання, американське законодавство про поглинання може в решті питань відмовитися і від положень, що захищають компанію-мішень від неспіврозмірної «облоги». Навпаки, норми City Code достатньою мірою присвячені проблемі «облоги», перш за все, у вигляді суворого правила put up or shut up.<sup>35</sup> Директива з опціональною заборо-

<sup>34</sup> Детальніше до «Кодексу з поглинань» і права США в III, IV; до причин різниці в розвитку американського та англійського законодавства про поглинання, зокрема, до впливу інституційних інвесторів на «приватизацію» англійського законодавства про поглинання *Armour/Skeel Georgetown Law Journal* 95 (2007), 1727, 1765 ff.

<sup>35</sup> До цього питання ще в III 5.

ною на створення перешкод та імперативним правилом обов'язкової пропозиції дотримується середнього курсу.

3. Нарешті, що стосується питання про те, чи отримало керівництво компанії-оферента до подачі пропозиції про поглинання згоду Загальних зборів (компанії-оферента або ж, якщо тут, як часто буває, ідеться про компанію спеціального призначення (*special purpose vehicle*), материнської компанії), то воно надається як Директивою, так і більшістю національних законодавств про поглинання відповідному корпоративному праву<sup>36</sup>. Лише в окремих випадках приписи права ринку капіталу беруть це питання на себе (наприклад, Розділ 10 «Правил лістингу» Лондонської фондової біржі). З одного боку, це логічно, адже на питання можна відповісти лише залежно від конкретної правової форми компанії-оферента. Однак з іншого боку, знову ж таки, це не цілком само собою зрозуміле з огляду на те, що пропозиція про поглинання зачіпає однаково інтереси міноритарних акціонерів і стейкхолдерів компанії-оферента, а досвід доводить, що поглинання часто призводить до зниження курсу на боці компанії-оферента<sup>37</sup>.

Всеохоплюючий і детальний аналіз заборони на створення перешкод і правил обов'язкової пропозиції був би зайвим перебором. Натомість слід, виходячи зі «Звіту про застосування» Комісії, розглянути, яка роль дістанеться обом принципам у майбутньому, оскільки, як уже зазначалося, правова і фактична кон'юнктура ринку поглинань з моменту ухвалення Директиви істотно змінилася. Чи займають ще сьогодні заборона на створення перешкод і правило обов'язкової пропозиції (можливо, треба поставити питання дещо гостріше) центральне місце, яке закріпила за ними Комісія в багаторічній боротьбі за ухвалення Директиви, чи не потрібно в даний час позначати ці принципи законодавства про поглинання як зайві або навіть «редундантні»? Чи потрібно також для дисциплінування керівників і для захисту міноритарних акціонерів компанії-мішені, робити ставку в майбутньому на ринок корпоративного контролю, чи можна в такому разі довіритися внутрішнім механізмам контролю? Ці питання будуть досліджені далі спочатку щодо заборони на створення перешкод, а потім щодо правила обов'язкової пропозиції.

### ІІІ. ЗАБОРОНА НА СТВОРЕННЯ ПЕРЕШКОД — НЕВІД'ЄМНА СКЛАДОВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ?

#### 1) Помилкові стимули та конфлікт інтересів — вибір між Сциллою та Харибдою

*а) Дисциплінуюча функція заборони на створення перешкод у товаристві, що випустило частину акцій у вільний обіг*

Публічні пропозиції про поглинання націлені на отримання контролю над публічною компанією і є частиною ринкових відносин. На поширену думку, ринок має подвійну функцію. Як і будь-який ринок, ринок корпоративного контролю

<sup>36</sup> Щодо правового становища німецького корпоративного права див. *Emmerich/Habersack, Konzernrecht*, 10. Aufl. 2013, § 9 Rn. 1 ff.

<sup>37</sup> *Hopt* (сн. 16), S. 7 f.; *Martynova/Renneboog Journal of Banking & Finance* 32 (2008), 2148, 2153.

повинен спочатку подбати про оптимальний розподіл ресурсів. Частковому ринку для контролю над публічними компаніями повинна, до того ж, бути надана функція дисциплінування керівників компанії<sup>38</sup>. Думка не складна: оскільки керівники в разі неузгодженого з ними поглинання компанії наражаються на ризик позбавлення своєї посади після отримання оферентом контролю над компанією, сама можливість такого поглинання є для них достатнім стимулом для управління компанією на благо акціонерів і для забезпечення курсу, який робить поглинання компанії непривабливим для оферента. Однак цей стимул зник би, за словами прихильників суворої заборони на створення перешкод, якби у керівників була можливість зірвати небажану для них пропозицію про поглинання і цим усунути необхідну змагальність (contestability). Оскільки керівники навіть у тому випадку, якщо вони здійснюють підприємницьку діяльність компанії з невеликим успіхом, загалом не повинні боятися бути притягненими до відповідальності. Дисциплінуюча функція ринку корпоративного контролю зрештою компенсує ту проблему, що хоча акціонери теоретично мають право, але практично – не спроможні адекватно реагувати на успішне і на невдале керівництво.

Одразу стає очевидним, що така модель притаманна насамперед товариствам, які випустили частину акцій у вільний обіг<sup>39</sup>. Навпаки, якщо компанія має впливового або – вже тим паче – контролюючого акціонера, керівники мають зважати, незалежно від можливості «ворожого» поглинання, на відповідні реакції, якщо вони не відповідають очікуванням. Навіть якщо вони не можуть бути просто передчасно звільнені від обов'язків, їм, принаймні, треба побоюватися того, що їх не призначать повторно після закінчення терміну повноважень. Додатковий дисциплінарний інструмент надалі не потрібен, бо фактично за наявності впливового або контролюючого акціонера спочатку зазвичай відбувається пакетний продаж акцій, за яким слідує добровільна пропозиція про поглинання або ж (наприклад, за умови придбання пакету, що надає контроль) обов'язкова пропозиція набувача пакета. Хоча не виключено, що оферент зробить добровільну публічну пропозицію про поглинання, не домовившись попередньо з контролюючим акціонером. Те, що керівники в такому разі застосовуватимуть засоби захисту проти волі контролюючого акціонера, має все ж таки бути винятком<sup>40</sup>.

<sup>38</sup> *Manne Journal of Political Economy* 73 (1965), 110; *Coffee Columbia Law Review* 84 (1984), 1145; *Fama/Jensen Journal of Law and Economic* 26 (1983), 301; *Gilson Stanford Law Review* 33 (1981), 819, 841; додаткові підтвердження у *Hopt* (сн. 16), S. 84 ff.

<sup>39</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 13; *Hopt* (сн. 16), S. 11 f.

<sup>40</sup> Повністю такі випадки не виключені. З останнього слід згадати спробу «здорожити» поглинання *Braas Monier Building Group S. A.* з місцезнаходженням у Люксембурзі компанією (з опосередкованою участю в компанії-мішені вже в розмірі до 39,88%) *Standard Industries* шляхом випуску «безоплатних акцій», ще – спробу ради керівників швейцарської компанії *Sika AG* запобігти поглинанню компанії фірмою *Compagnie de Saint Gobain* (Курбевуа, Франція) шляхом застосування передбачуваного статутом застереження про вінкулювання і право на більшість голосів до пайової участі, яка передає контроль відчужувачу, та до оферента (див. Суд кантону Цуг, Рішення від 27.10.2016 – A3 2015 27).

*b) Недосконалість ринку та хибні стимули*

Реалізація функцій, призначених для ринку корпоративного контролю (оптимальний розподіл ресурсів і дисциплінування керівників) можлива, однак, тільки з урахуванням недосконалості ринку.

Насамперед це стосується розподілу ресурсів, де повсюдно зустрічається недосконалість. Насамперед, це пов'язано з процедурою поглинання і, насамперед, з проблемою фрірайду (free riding) – тим феноменом, коли зовнішні акціонери покладаються на те, що підприємство, а тим самим і акції/частки після успішного поглинання піднімуться в ціні, а відтак оферент може бути вимушений «відкупити» в зовнішніх акціонерів пай у майбутньому збільшенні вартості за рахунок відповідно високої ціни пропозиції<sup>41</sup>. Слід додати, що оферент не може бути так уже й упевнений у тому, що інтеграція компанії-мішені та досягнення синергії насправді вийдуть. Навіть якщо виходити з того, що ринок цінних паперів унаслідок обов'язків емітента з надання публічної інформації в змозі формувати «правильний» курс, а оферент може розрахувати відповідну премію, залишається питання, чи принесуть у підсумку витрати свої плоди.

Дисциплінуюча функція ринку корпоративного контролю створює ще більше проблем. Питання все ж таки в тому, чи може біржовий курс адекватно відображати успіхи керівництва компанією<sup>42</sup>. Досвід із механізмом comply or explain щодо Кодексу корпоративного управління швидше налаштовує на скепсис. Очікування, що ринок захоочуватиме «хороше» корпоративне управління та каратиме «погане» (а результатом цього стане змагання за найкраще корпоративне управління), у будь-якому разі, для німецького ринку повністю не справдилося<sup>43</sup>. У зв'язку з тим, що біржовий курс зазвичай відображає лише очікування та інтереси акціонерів (зрештою, це акціонери, які визначають курс своєю поведінкою в плані попиту та пропозиції), але не інтереси інших стейкхолдерів, як, зокрема, найманих працівників, зрештою в дисциплінуючій функції ринку корпоративного контролю знову виявляється конфлікт між інтересами акціонерів та стейкхолдерів. Згодом виникає абсолютна небезпека того, що керівники, перш за все, узгодять свою поведінку з реакцією курсу і в зв'язку з цим віддадуть перевагу заходам, які вони вважають такими, що впливають на зростання курсу. Створення робочих місць, а також дослідження і розвиток можуть, таким чином, не бути враховані. Гарантована заборороною на створення перешкод «змагальність контролю тягне за собою певні витрати»<sup>44</sup>.

<sup>41</sup> Засади (Основоположно) *Grossmann/Hart* Bell Journal of Economics 11 (1980), 42; до цього питання *Habersack/Tröger* NZG 2010, 1, 2. – Щодо фрірайду див. ще в IV. 2 статті.

<sup>42</sup> До цього питання ще *Manne* Journal of Political Economy 73 (1965), 110, 112: «Фундаментальною передумовою, що лежить в основі ринку корпоративного контролю, є існування високої позитивної кореляції між корпоративною управлінською ефективністю та ринковою ціною акцій цієї компанії».

<sup>43</sup> Порівняти: *Habersack*, Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung, Gutachten E zum 69. Deutschen Juristentag, 2012, S. 50 ff.; *Tröger* ZHR 175 (2011), 746 ff.

<sup>44</sup> *Enriques* (сн. 27), S. 1791.

Показовим є також «винахід» Мартіном Ліптоном (Martin Lipton) «отруйної пігулки»<sup>45</sup> як вираз розширеного стейкхолдерського підходу, підживленого досвідом із поширеними у США у 80-х роках левереджованими викупамися (leveraged buy outs), результатом яких було регулярне відокремлення частин підприємств, закриття виробничих підприємств та звільнення найманих працівників<sup>46</sup>. Цілком можна стверджувати, що сувора заборона на створення перешкод зобов'язує правління до більш-менш чистого підходу до вартості акціонерного капіталу (shareholder value) і цим не сприяє застосуванню досвіду широко впроваджуваних з огляду на фінансово-економічну кризу заходів з узгодження винагороди членів правління зі стійким розвитком підприємства<sup>47</sup>. З цієї точки зору (і це абсолютно правильно) винагорода в компаніях Великої Британії, що мають лістинг, на які поширюється сувора заборона на створення перешкод, передбачена Кодексом по поглинаннях, — хоч і здійснюється також на підставі програм довгострокового преміювання (Long-Term Incentive Plans), усе ж таки зазвичай орієнтується на відносну сукупну акціонерну прибутковість (relative total shareholder return) або на прибуток на акцію (earnings per share)<sup>48</sup>. Час покаже, чи викличуть намічені кабінетом Т. Мей реформи в даному випадку зміну парадигм і, можливо, в результаті навіть сувора заборона на створення перешкод зазнає на собі обмежень.

Презентована в листопаді 2016 року Міністерством у справах бізнесу, енергетики та промислової стратегії «Зелена книга» (Green Paper) «Реформи корпоративного управління» порушує питання про те, «яким чином програми довгострокового преміювання будуть (могли б) краще узгоджуватися з довгостроковими інтересами публічних компаній і акціонерів», і присвячує спеціальний розділ «Підходи до зміцнення позицій стейкхолдерів на рівні правління у великих компаніях Великої Британії, зокрема, позицій співробітників і клієнтів»<sup>49</sup>.

І на рівні Європи слід також відзначити зростання зусиль щодо узгодження винагороди членам Правління зі стійким розвитком підприємства. Згадана Директива про внесення змін до Директиви про права акціонерів<sup>50</sup> передбачає, поряд

<sup>45</sup> Вона надає всім акціонерам, крім оферента, право на придбання акцій компанії-мішені за зниженими цінами відповідно до умов, встановлених правлінням у Kartі захисту прав акціонерів (shareholder rights plan); схвалення акціонерів не вимагається.

<sup>46</sup> Lipton Business Lawyer 35 (1979), 101 ; див. також «Why Martin Lipton invented the poison pill», [www.youtube.com/watch?v=s0TrZvKFCw](http://www.youtube.com/watch?v=s0TrZvKFCw).

<sup>47</sup> Щодо німецького права слід особливо підкреслити зміни, що настали завдяки Закону про співмірність винагороди представників керівного органу від 31.07.2009 (BGBl. I 2009, 2509), які відбулися завдяки Закону про співмірність винагороди представників керівного органу від 31.07.2009 (BGBl. I 2009, 2509), §§ 87, 107 пунктів 3 і 4 Закону про акціонерні товариства ; докладніше Seibert, Festschrift Hüffer, 2010, S. 955 ff.

<sup>48</sup> Докладніше Kershaw, Company Law in Context, 2. Aufl. 2012, S. 291 ff. (301).

<sup>49</sup> [www.gov.uk/beis](http://www.gov.uk/beis)

<sup>50</sup> Див.сн. 31.



з обов'язковим правом акціонерів на рішення щодо політики винагороди, великі вимоги до самої політики винагороди. Зокрема, потрібне пояснення того, як фінансові та нефінансові критерії успіху (за необхідності також критерії щодо корпоративної соціальної відповідальності) сприяють внутрішній стратегії компанії та сталому розвитку. Але при цьому навіть на рівні європейського права існує напружене співвідношення між ст. 9 Директиви про поглинання, з одного боку, та Директивою про права акціонерів, з іншого, яке врешті-решт може бути усунене за допомогою передбаченого у ст. 12 Директиви про поглинання права на відмову (opt-out).

Якщо заборона на створення перешкод створює тим самим «трансмисійний механізм», що може прокласти шлях шот-термізму (short termism)<sup>51</sup>, чи відбувається це насправді та якою мірою – це є питанням конкретного випадку та залежить від інших чинників, наприклад, впливу акціонерів та винагороди керівників<sup>52</sup>. Зрозуміло, велика небезпека присутня особливою мірою, коли акціонери, зацікавлені в отриманні курсового прибутку або високих виплат, мають вплив на керівництво, або є домовленості про винагороду з посиланням на коротко- або середньострокові цільові курси. Посилюється ця тенденція завдяки зростаючому значенню інституційних інвесторів і тій обставині, що їхнє управління перебуває в руках керівників фондів, винагорода яких зазвичай орієнтована на відносний успіх їхньої інвестиційної стратегії, а тому вони мають усі стимули для прийняття пропозиції про поглинання також і в тому разі, коли запропонована ціна є хоч і вищою за біржовий курс, але нижчою за фактичну вартість акції<sup>53</sup>. З цього погляду заходи захисту правління, що володіє інсайдерською інформацією, сприяють не тільки захисту акціонерів від їхнього власного інвестиційного рішення<sup>54</sup>, а й насамперед захисту інвесторів від їхніх керуючих фондами<sup>55</sup>.

### с) Конфлікт інтересів

Якщо заборона на створення перешкод тільки умовно придатна для «правильного» дисциплінування керівників, це не повинно означати, що керівникам слід надати повноваження для використання права на захист без участі акціонерів. Досить очевидно і як так само незаперечно, що керівники, які зазнають неузгодженої пропозиції про поглинання, страждають від великого конфлікту інтересів, що виникає просто внаслідок того, що оферент у разі успішної оферти буде схильний звільнити їх з посади. З точки зору прихильників суворої заборони на створення перешкод, конфлікт інтересів і разом з ним вимога пасивності відбувається, у певному сенсі, «з власної вини» керівників, які так і не зрозуміли, яким чином так

<sup>51</sup> Roe Business Lawyer 68 (2013), 978, 985 ; Kershaw (сн. 3), S. 29 f.

<sup>52</sup> Roe Business Lawyer 68 (2013), 978, 985.

<sup>53</sup> Kershaw (сн. 3), S. 342 ff.

<sup>54</sup> До цього аспекту див.. Gilson/Kraakman The Business Lawyer 44 (1989), 247

<sup>55</sup> Kershaw (сн. 3), S. 341 ff.



успішно керувати компанією, щоб узагалі не було приводу визначати її як об'єкт поглинання.

Але незалежно від цього розуміння, конфлікт інтересів пояснюється вже тим фактом, що керівники за допомогою вжитих заходів мають курувати ситуацію, яка від початку стосується акціонерів як адресатів пропозиції. Тому наданий акціонерам у вигляді твердої пропозиції шанс на угоду міг бути зірваний керівниками особисто, якби було гарантовано те, що вони діють у правильно зрозумілих інтересах акціонерів. Але саме на це прихильники суворої заборони на створення перешкод розраховувати не можуть, тож, своєю чергою, логічним є те, що Правила лістингу Лондонської фондової біржі забороняють вилучення акцій на біржі (*йдеться про обмеження на передачу акцій, що торгуються на фондовій біржі*) та цим перешкоджають компанії чинити вплив на передачу акцій також і поза межами пропозиції про поглинання<sup>56</sup>.

Хоча це було б занадто: на підставі того факту, що пропозицію про поглинання адресовано не компанії, а акціонерам, не можна заперечувати право голосу або навіть право на захист компанії, що діє в особі керівників, уже з логічних міркувань. Оскільки оферта має на меті надання оференту контролю над компанією, вона відповідає за своїм економічним значенням, скоріше, злиттю, аніж звичайній передачі акцій<sup>57</sup>.

Не потрібно також слідувати «класичній» точці зору англійського корпоративного права, згідно з якою директори володіють не первісними повноваженнями, а тими, що випливають зі статуту та передані акціонерами для розпорядження майном компанії, тоді як відповідні повноваження директорів американської компанії ґрунтуються на законі та є, у певному розумінні, первісними<sup>58</sup>. Конкретна небезпека того, що керівники використовують будь-які повноваження для захисту у власних інтересах, існує абсолютно незалежно від таких «догматичних» міркувань.

Це стосується також АТ з дуалістичною моделлю управління в німецькому законодавстві, хоча правління для вжиття заходів захисту загалом потребує схвалення наглядової ради згідно з § 111 п. 4 ст. 2 Закону про акціонерні товариства. Зрозуміло, вже через це і немає дисциплінуючого ефекту, бо члени наглядової ради мають побоюватися бути звільненими від обов'язків після успішного поглинання. Посилює проблему те, що наглядова рада публічної компанії хоч і не в обов'язковому порядку, але все ж таки підпорядковується спільному управлінню підприємством на регулярній основі, тоді як представники найманих працівників керуються іншими життєвими реаліями і виступають проти пропозиції про поглинання, бо по-

<sup>56</sup> Див. пп. 2.2.4 Правил лістингу і також до цього питання *Kershaw* (сн. 3), S. 38 ff.

<sup>57</sup> *Kershaw* (сн. 3), S. 330 ff. ; див. ще *Davies/Hopt*, in: *Kraakman/Armour/Davies/Enriques/Hansmann/Hertig/Hopt/ Kanda/Rock*, *Anatomy of Corporate Law*, 2. Aufl. 2009, S. 228: «диференціація учасників на сторони за правочиним і сторони, які беруть участь у переході контролю».

<sup>58</sup> До цього питання *Kershaw* (сн. 3), S. 332 f.

боюються реструктуризації, економії витрат і звільнення. Але цим конфлікт інтересів у певному сенсі посилюється.

Утім, Кехен/Рок (Kahan/Rock) вказали на те, що на практиці виробилися механізми закріплення достатніх стимулів для акцепту в підсумку «недружньої» пропозиції про поглинання, і що засоби захисту, включно з «отруйною пігулкою» (poison pill), застосовують для того, щоб виграти час, увімкнути переговорну силу та врешті-решт наполягти на вищій ціні пропозиції<sup>59</sup>. До цих механізмів, що сприяють змагальності компанії-мішені, відносять згідно з Кехеном/Роком, насамперед, домовленості про винагороду, а також існування незалежних, не цікавлених у неприйнятті пропозиції про поглинання директорів. «Зрештою, пігулка посприяла новій рівновазі, в якій вона, мабуть, перетворилася на пристрій, цілком можливо, вигідний акціонерам, і з яким акціонери, безумовно, можуть жити легко»<sup>60</sup>.

Принаймні з погляду правопорядку, що покладає на керівництво зобов'язання щодо не тільки інтересів акціонерів, а й інтересів інших стейкхолдерів, які об'єднують у собі інтереси компанії, можуть усе ж таки виникнути сумніви в тому, що обтяження майна компанії великими виплатами компенсації директорам є виваженим рішенням. Тому німецький Кодекс корпоративного управління зі зрозумілої причини ставиться до здійснення невідповідних виплат компенсації критично<sup>61</sup>.

*Девіс/Шустер/де Гельке* в іншому справедливо вказують на те, що такого роду виплати компенсації на основі класичного вчення про ринок корпоративного контролю мають характер «нагороди за невдачу» (reward for failure), бо поглинання відбулося саме через низьку ефективність функціонування компанії-мішені<sup>62</sup>.

### **Нередувантність суворої заборони на створення перешкод**

Згідно з отриманими висновками рішення як англійського права, так і законодавства Делавера викликає певне занепокоєння: тоді як сувора заборона на створення перешкод може породжувати хибні стимули, конфлікт інтересів, на який наражаються директори, якщо вони мають право ухвалювати рішення щодо заходів захисту, долається в підсумку, насамперед, конкретним шансом на привабливу компенсацію. Наразі проти суворої заборони на створення перешкод Кодексу з поглинань *Кершо* (Kershaw) висунуто аргумент щодо непродуктивності заборони застосування правлінням заходів захисту за згодою акціонерів за умови збереження принципу рівного ставлення та інших перешкод<sup>63</sup>.

<sup>59</sup> Kahan/Rock University of Chicago Law Review 69 (2002), 871, 893 ff.

<sup>60</sup> Kahan/Rock University of Chicago Law Review 69 (2002), 871, 911.

<sup>61</sup> Згідно з пп. 4.2.3 Кодексу Німеччини про корпоративне управління рекомендується, щоб виплата компенсації в разі дострокового припинення діяльності правління становила максимум дві річні винагороди, а в разі переходу контролю встановлювалась у розмірі максимум трьох річних винагород.

<sup>62</sup> Davies/Schuster/de Ghelcke (сн. 17), S. 10.

<sup>63</sup> Kershaw (сн. 3), S. 334 ff.

Досить звичайним, однак, є надання директорам повноважень для збільшення основного капіталу без урахування переважного права акціонерів. Зрозуміло, акціонери мали б відмовитися від такого роду необмежених повноважень директорів, якби вони побоювалися їх незаконного використання з метою власного захисту. З цього погляду, сувора заборона на створення перешкод має велике практичне значення для компаній Делавера. Однак правління таких компаній все ж таки може застосовувати «отруйну пігулку» і без згоди акціонерів. Для британських компаній, навпаки, заборона має зрештою лише декларативне значення.

Однак не можна заперечувати, принаймні для німецького законодавства, що сувора заборона на створення перешкод матиме «засадничий» ефект і що правлінню, таким чином, заборонялися б до вчинення дії, які дозволені загальним законодавством про акціонерні товариства<sup>64</sup>. Свіжіші приклади досить чітко демонструють, що правління та наглядова рада німецької компанії-мішені дуже навіть у змозі вжити заходів захисту, яких не можна було б вжити за дії суворої заборони на створення перешкод.

Так, Правління Hochtief AG, після того як воно кваліфікувало пропозицію про поглинання іспанської компанії ACS S. A. як «ворожу», використало за згодою наглядової ради санкціонований капітал і основний капітал компанії – виключивши переважне право акціонерів – на 10% вище, і цим «розмило» частку оферента з 29,95% до 27,25%.<sup>65</sup> Внаслідок цього поглинання змогло стати хоч і не відверненим, але досить ускладненим. Компанія Potash швидко відмовилася від наміру здійснити поглинання Kali+Salz AG за ціною 41 євро за акцію, оскільки правління компанії-мішені за підтримки державного сектору ухвалило рішення й однозначно висловилося проти поглинання, посилаючись на явно завищену вартість підприємства<sup>66</sup>. Хоч і не було необхідності вживати заходів захисту в значенні § 33 Закону про придбання акцій і поглинання, але швидкий відступ оферента можна пояснити тим, що він розраховував на такі заходи. Сьогодні, втім, курс акції Kali+Salz становить близько 22 євро.

Відповідні висновки можна зробити і щодо інших правопорядків. Щодо Люксембургу, наприклад, можна вказати на поглинання Braas Monier Building Group S. A. компанією Standard Industries, щодо Швейцарії – на спробу поглинання Silka AG корпорацією Compagnie de Saint Gobain. В обох випадках правління вдалося до заходів захисту<sup>67</sup>. За англійським правом, яке, під впливом поглинання Cadbury концерном Kraft, також дотримувалося суворої заборони на створення перешкод і хотіло за допомогою ухвалених у 2011 році змін до Кодексу з поглинань лише

<sup>64</sup> Проти «редундантності» суворої заборони на створення перешкод також *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 4 ff.; *Hopt*, Stand der Harmonisierung der europäischen Übernahmerechte – Bestandsaufnahme, praktische Erfahrungen und Ausblicke, in Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, 2011, S. 42, 53 ff.

<sup>65</sup> До цього питання *Seibt Corporate Finance law 2011*, 213, 237 ff.

<sup>66</sup> Детальніше *Gaul AG 2016*, 484 ff.

<sup>67</sup> До обох аспектів див. сн. 38.

знизити «тактичну вигоду компаній-учасників торгів, особливо у «ворожих» угодах», та відновити «баланс на користь мети»<sup>68</sup>, нічого іншого, у підсумку, не повинно застосовуватися<sup>69</sup>. *Девіс/Шустер/де Гельке* вказують не тільки на те, що правління, якщо воно хоче вжити заходів захисту, необхідна, відповідно до City Code, згода після подачі (і до того ж інформована) на пропозицію про поглинання, тоді як загальному корпоративному праву відома можливість попередніх повноважень. Також вони, скоріше, заперечують те, що акціонери навіть не надали б заздалегідь такі повноваження, якби виходили з того, що такі будуть застосовуватися для захисту від майбутнього можливого поглинання. Натомість акціонери, найімовірніше, зважили б ризик «окопування» і перспективу того, що offerent на підставі сили переговорної позиції завдяки наданим директорам повноваженням доб'ється кращої пропозиції<sup>70</sup>.

Зрештою, питання не в цих та схожих умоглядних міркуваннях. Вирішальним є те, що суворя заборона на створення перешкод, абсолютно незалежно від обставин конкретного випадку — власне, виду заходу, мотивів та намірів директорів і питання про те, як би ці заходи були оцінені відповідно до корпоративного права, — забороняє директорам заходи захисту, і тому про це слід подумати з огляду на принцип правової визначеності, а також ефективності ретроспективного контролю заходів захисту<sup>71</sup>.

### 3. Дисциплінувати безумовно, але правильно — пропозиції щодо формування заборони на превенцію.

#### а) Заборона на створення перешкод як крайній захід

Якщо заборона на створення перешкод згідно зі згаданими висновками є не лише наслідком декларативного значення, то це не скасовує того, що вона може породити неправдиві стимули і тому має критично переосмислюватися<sup>72</sup>. Останнє тим більше спричинене тим, що (якщо брати до уваги вступну частину Директиви про поглинання, яка свого часу була пронизана духом 1990-х років минулого століття), кон'юнктура в економіці та праві змінилася фундаментально. У тій самій Великій Британії, зокрема, під впливом поглинання Cadbury концерном Kraft, існує думка, що англійські компанії (які, як правило, є публічними та не захищаються ані контролюючим акціонером, ані державою) досить недвозначно

<sup>68</sup> *Takeover Panel, Response Statement to Review of Certain Aspects of the Regulation of Takeover Bids (2010/22)*, Ziffer 2.6 ff., Ziffer 5.1; про реформу див. *Hopt* (сн. 63), S. 60 ff.; *Kershaw* (сн. 3), S. 223 ff.

<sup>69</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 4 ff.

<sup>70</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 6 ff.

<sup>71</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 5 f.; також *Hopt* (сн. 63), S. 54

<sup>72</sup> Але за суворю заборону на створення перешкод за зразком City Code *Hopt* (сн. 16), S. 69 ff.; ще *Armour/Skeele Georgetown Law Journal* 95 (2007), 1727, 1784 ff.; за право акціонерів приймати рішення *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 48 ff.

«вивішують» табличку з написом «на продаж» (for sale)<sup>73</sup>. Скепсис щодо суворої заборони на створення перешкод виправданий тим більше, що поглинання самі по собі не є ні прибутковими, ні такими, що приносять збитки. Результати можуть оцінюватися, скоріше, тільки від випадку до випадку і тільки через деякий час<sup>74</sup>.

Ще понад 30 років тому Коффі (Coffee) заявив, що поглинання можуть мати протилежні ефекти, а посилене сприяння «ворожим» поглинанням не тільки підвищує ймовірність неефективного поглинання, а й може призвести до небажаного надмірного залякування директорів. Питання про дисциплінуючу функцію ринку корпоративного контролю так чи інакше ніколи не порушувалося як критичне, і ця функція може слугувати тільки крайнім заходом щодо серйозного недоліку управління, а не бути головним інструментом для притягнення до відповідальності директорів<sup>75</sup>.

Так само міркує Ваймерш (Wymeersch), який хоча й наголошує, що «окапування» виконавців обов'язків директорів іде врозріз з інтересами компанії та її акціонерів, усе ж таки радить спробувати й інші інструменти, як-от активність акціонерів, та дозволити директорам не лише пошук «білого лицаря», а й будь-яку міру, що підвищує шанс на кращу пропозицію. Перешкоджання «обкопуванню» не повинно бути самоціллю регулювання і заборонятися на шкоду акціонерам<sup>76</sup>.

#### б) Активність акціонерів?

Якщо замислитися над тією обставиною, що дисциплінування керівництва за допомогою ринкових механізмів потрібне, насамперед, для публічної компанії<sup>77</sup>, а не для компанії, яка перебуває під контролем або принаймні під впливом одного акціонера<sup>78</sup>, очевидним стане те, що і публічній компанії варто робити ставку на акціонерів, надавши їм можливість дисциплінувати керівництво за допомогою встановлення суворої заборони на створення перешкод, не керуючись при цьому хибними стимулами<sup>79</sup>. Зрозуміло, реалізація цієї думки породжує чималі труднощі.

Звідси питання полягає в тому, чи мають акціонери товариства, яке випустило частину акцій у вільний обіг, достатні інструменти, за допомогою яких вони можуть протистояти в ситуації поглинання. На запитання не можна відповісти узагальнено. Безсумнівно, що стосується великих публічних компаній, то можна констатувати, що активні акціонери, які входять до правління та наглядової ради, наблизилися

<sup>73</sup> Kershaw (сн. 3), S. 334 ff.

<sup>74</sup> Enriques, Festschrift Hommelhoff, 2012, S. 1789, 1791.

<sup>75</sup> Coffee, Columbia Law Review 84 (1984), 1148 et seq

<sup>76</sup> Wymeersch, Festschrift für Hommelhoff, 2012, S. 1375, 1390 ff. (1395).

<sup>77</sup> Див. у III. 1. а). статті.

<sup>78</sup> Навіть тоді, коли вона підпорядковується спільному управлінню підприємством, див. у III. 1. статті).

<sup>79</sup> Також Wymeersch, Festschrift Hommelhoff, 2012, S. 1375, 1390 ff.

до того, щоб висловити свої уявлення щодо подальшого розвитку компанії та критикувати процеси, які їм не подобаються.

Часом активним акціонером вдається навіть за виразної позиції меншості домогтися змін у складі наглядової ради. Прикладом тут будуть дії Active Ownership Capital щодо Stada AG.<sup>80</sup> На підставі участі в розмірі 6,98% (з них 1,92% – у деривативах) і за підтримки компанії Guy Wyser-Pratte (що володіла часткою в розмірі менш як 3%), Active Ownership Capital справді вдалося не допустити обрання голови наглядової ради на новий термін, оскільки консультант із питань права голосу Служби підтримки інституційних акціонерів (ISS) висловився на підтримку цієї пропозиції.

Поряд з активними акціонерами дедалі більшого значення набувають об'єднання із захисту акціонерів. Досить згадати про спеціальні ревізії в Deutsche Bank AG і Thyssen Kupp AG, проведені в кожному випадку з ініціативи Німецького об'єднання із захисту власників цінних паперів. У компанії з моністичною моделлю управління<sup>81</sup> широкі права також можуть відігравати роль у звільненні від обов'язків директорів. У всякому разі, їхньому дисциплінуючому впливу не протиставиш те, що здійснення права на відкликання загалом з'являється занадто пізно для запобігання зриву пропозиції про поглинання<sup>82</sup>.

Вирішальним є питання, чи варто директорам серйозно побоюватися бути притягнутими до відповідальності в разі зриву вигідної для акціонерів пропозиції про поглинання. Відповідна дискусія давно має місце в німецькому праві загалом, у зв'язку з питанням щодо розширення повноважень акціонерів на пред'явлення вимог про відшкодування збитків компанії до діючих з порушенням обов'язків членів органу управління та тим, чи мають акціонери отримувати сильніші стимули для здійснення своїх повноважень, наприклад, у вигляді власного паю з «відво-йованих» до відшкодування збитків<sup>83</sup>. Щодо питання про зрив правочину з придбання контрольного пакета акцій, то тут слід подумати про позов від імені акціонера чи то про заборону на здійснення діяльності, чи то про усунення порушення, чи то про відшкодування шкоди, на його розсуд. Цей позов є досить поширеним, зокрема коли правління вживає заходів захисту, хоча передумови, за наявності яких § 33 Закону про придбання акцій та поглинання йому це дозволяє, відсутні.<sup>84</sup> Міркування про те, що правління в даному випадку вдається до (залишкової) компе-

<sup>80</sup> Детальніше до наступного *Seibt Börsen-Zeitung v. 3. 9. 2016 (Nr. 170), S. 13*; *GraBl/Nikoleyczik AG 2017, 49, 52*.

<sup>81</sup> У всякому разі, замислювалася в Німеччині в організаційно-правовій формі Європейської компанії (*Societas Europaea* – скор.: SE), але в даному випадку не розглядалася як публічна компанія з огляду на спільне управління підприємством.

<sup>82</sup> Але: *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 12.

<sup>83</sup> Докладніше *Habersack* (сн. 42), S. 91 ff.

<sup>84</sup> *Emmerich/Habersack* (сн. 35), § 9a Rn. 27 з додатковими підтвердженнями



тенції Загальних зборів для ухвалення рішення про заходи захисту, переноситься, у відповідних випадках, і на інші правопорядки. Але в такому разі акціонери мали б у руках дуже серйозний інструмент, за допомогою якого вони могли б дисциплінувати директорів і запобігати обачливому захисту від пропозиції про поглинання.

Директива про внесення змін до Директиви про права акціонерів<sup>85</sup>, що була вже згадана, документально підтверджує відведення інституційним інвесторам і керуючим фондами публічних компаній значної ролі в корпоративному управлінні. У Преамбулі 9 Пропозиції Директиви також зазначено:

*«...Досвід останніх років засвідчив те, що інституційні інвестори та управителі активами часто не взаємодіють із компаніями, в яких вони володіють акціями, і докази свідчать про те, що ринки капіталу часто чинять тиск на компанії, щоб досягти результату в короткі строки, що може поставити під загрозу довгострокові фінансові й нефінансові результати діяльності компаній і призвести, поряд з іншими результатами, до неоптимального рівня інвестицій, наприклад у дослідженнях та розробках, на шкоду довгостроковим результатам як компаній, так і інвесторів».*

Час покаже, чи достатньо передбачених Директивою запобіжних заходів для збільшення прозорості інвестиційної поведінки інституційних інвесторів, управителів фондів і консультантів з питань права голосу (послугами яких інституційні інвестори та управителі фондів користуються постійно) для того, щоб міцніше зв'язати інвестиційні інтереси із зацікавленістю компанії в сталому розвитку. Доки не буде досягнуто прогресу в цьому питанні, навряд чи можна буде покладатися на інституційних інвесторів та керуючих фондами у спробах дисциплінувати директорів; у такому разі стримуючі фактори, що впливають із суворої заборони на створення перешкод, залишатимуться незмінними.

Проблема вбачається з певного часу у зв'язку із суворою заборонаю на створення перешкод City Code, і в цій сфері вона призвела до пропозиції колишнього президента *Cadbury Роджера Карра (Roger Carr)* збільшити допустиму межу, що є умовою для успішної пропозиції про поглинання, яку згідно з City Code наразі і без того вже підвищили на 50%<sup>86</sup>, а також не враховувати акції інституціональних інвесторів під час визначення, чи досягнута допустима межа<sup>87</sup>.

Однак обидві пропозиції високою мірою проблематичні. Збільшення допустимої межі більш ніж на 50% не тільки б відчутно обмежило змагальність компанії-мішені, а й призвело б до подальших проблем із правилом обов'язкової пропозиції. Виходячи з цього, цілком можливо було б подумати, що хоч пропозиція про поглинання і безуспішна, оферент все ж таки повинен подати обов'язкову пропози-

<sup>85</sup> Див. сн. 30.

<sup>86</sup> До цього питання ще в IV. 5.

<sup>87</sup> Carr, Доповідь у Said Business School від 09 лютого 2010 р., доступно за посиланням: <http://podcasts.ox.ac.uk/roger-carr-cadbury-hostile-bids-and-takeovers>.



цію.<sup>88</sup> Пропозиція не враховувати акції інституційних інвесторів при встановленні допустимої межі наштовхується на великі проблеми правового (рівне відношення) і практичного характеру (як визначити, які акції не враховуються?) і, до того ж, у підсумку не видно корінь проблеми (інвестори могли б продати свої акції на ринку після оголошення пропозиції про поглинання)<sup>89</sup>.

Тим часом усе разом узятє не виключає того, що активність акціонерів могла б дисциплінувати директорів так само, як і засоби ринку корпоративного контролю. Однак проблематичним у цьому підході є і залишається те, що саме ті акціонери, які володіють потенціалом впливу, власне, інституційні інвестори, переслідують найчастіше короткостроковий інтерес щодо фактичного доходу з цінних паперів, і їхній вплив спричинив би саме ті хибні стимули, що виходять із суворої заборони на створення перешкод.

### с) Автономія акціонерів!

З викладеного вище випливає, що на питання про те, яким чином можна домогтися дисциплінування директорів, не можна відповісти однозначно. Суворі заборони на створення перешкод може породжувати хибні стимули і тому має розглядатися тільки як крайній дисциплінарний захід. Але й активність акціонерів не обов'язково обіцяє успіх. Насамперед, важливо, чи є взагалі у компанії впливові та діяльні акціонери, але також важливо, щоб ці акціонери прагнули не лише короткострокової оптимізації фактичного доходу з цінних паперів, а й сталого розвитку компанії.

У світлі вищевикладеного, не в останню чергу вітаються ті пропозиції, які мають на меті передати акціонерам право на рішення щодо того, чи має для їхньої компанії діяти суворі заборони на створення перешкод.

Насамперед, варто відзначити пропозицію *Девіса/Шустера/де Гельке*, згідно з якою повинна діяти суворі заборони на створення перешкод ст. 9 Директиви про поглинання, якщо загальні збори не ухвалюють рішення про відмову<sup>90</sup>. Таким чином, право держав-учасниць обирати модель згідно зі ст. 12 Директиви про поглинання було б скасовано, а ухвалення рішення щодо дії суворої заборони на створення перешкод було б справою виключно відповідної компанії. Не в останню чергу на цьому тлі переконливим видається те, що *Девіс/Шустер/де Гельке* змогли довести, що після ухвалення Директиви про поглинання відмічається значна тенденція до регулювання, сприятливого для оферента<sup>91</sup>.

<sup>88</sup> Проте на підтримку пропозиції *Kershaw* (сн. 3), S. 355 f., 369, який хотів би розв'язати зазначену в тексті проблему шляхом того, щоб Комітет (Panel) зобов'язав оферента знизити свою пайову участь до менш як 30%.

<sup>89</sup> Проти також *Kershaw* (сн. 3), S. 361 ff.

<sup>90</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 48 ff. (54); схвально Нопт (сн. 63), S. 55; скептично *Wymeersch, Festschrift Hommelhoff*, 2012, S. 1375, 1394.

<sup>91</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 52 Übersicht 4.

Далі треба взяти до уваги, що у випадках, коли держава-учасниця голосує проти дії суворої заборони на створення перешкод, то, згідно зі ст. 12 п. 2 Директиви, вже акціонерам доведеться знову запроваджувати сувору заборону на створення перешкод рішенням більшості, яка вносить зміни до статуту. Не дивно, що така згода (*opt in*) не відіграє на практиці жодної ролі<sup>92</sup>. Якби право держав-учасниць обирати модель регулювання було скасовано і, тим самим, дія суворої заборони на створення перешкод стала б правилом за замовчуванням, воно, як і раніше, залишилося б у гнучкій системі. Виключно акціонерам належало б прийти до відмови (*opt-out*) шляхом прийняття рішення.

На те саме спрямована пропозиція *Enriques/Gilson/Paccesca* (*Enriques/Gilson/Pacces*)<sup>93</sup>. Виходячи з того міркування, що поглинання самі по собі не є ні добрим, ні поганим, їхній успіх багато в чому залежить від окремих чинників, а тому законодавство про поглинання не повинне ні сприяти, ні перешкоджати цьому, вони висловилися «за» неупереджене і тому достатньою мірою диспозитивне законодавство про поглинання. Статут має передбачати не тільки положення про сувору заборону на створення перешкод і правило обов'язкової пропозиції, а й також мати право регулювати те, щоб рішення про акцепт оферти ухвалювали не індивідуально, а загальні збори.

На висловлюваних пропозиціях тут неможливо зупинитися детально<sup>94</sup>. Зокрема, пропозиція перетворити ст. 9 Директиви на дійсне правило за замовчуванням і надати право на відмову (тільки) загальним зборам перебуває на одному рівні з пропозицією *Devica/Schuster/de Gelyke* і також, як і вона, є переконливою. Аби не закріпити відмову, одного разу ухвалену загальними зборами, і цим не посприяти тому, щоб відсутність *de facto* дії суворої заборони на створення перешкод стала правилом за замовчуванням, завжди має бути можливість ухвалювати рішення про відмову лише з часовими рамками<sup>95</sup>.

#### 4. Захист від майбутньої пропозиції ( превентивні методи (*pre bid defences*))

Згідно зі ст. 9 абз. 2 подабз. 2 стор. 1 Директиви про поглинання сувора заборона на створення перешкод застосовується тільки після рішення про подання пропозиції про поглинання. Однак держави-учасниці можуть визначити на підставі ст. 9 абз. 2, подабз. 2, стор. 2 Директиви, що сувора заборона на створення перешкод застосовується на більш ранньому етапі, наприклад, «якщо керівний

<sup>92</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 41.

<sup>93</sup> *Enriques/Gilson/Pacces* Harvard Business Law Review 4 (2014), 85 ff.; див. також *Enriques*, Festschrift Hopt, 2011, S. 1789 ff.

<sup>94</sup> Критично *Hopt* (сн. 16), S. 26 ff. *Fedderke/Ventoruzzo*, The Biases of an «Unbiased» Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge, ECGI Law Working Paper N. 304/2016, S. 12 ff. – До правила обов'язкової пропозиції див. Ще в IV. 4. статті.

<sup>95</sup> *Davies/Schuster/de Ghelcke* (сн. 17), S. 55: п'ять років.

орган або орган управління компанії-мішені встановив, що має відбутися безпосередньо подання пропозиції».

Цей нормативний варіант пояснюється тим, що вже City Code on Takeover and Mergers (1968 р.) заборонив заходи захисту, доки в правління «є підстава вважати, що добросовісна пропозиція реальна». І надалі забороняє заходи захисту, доки «у правління є підстава вважати, що добросовісна пропозиція може бути реальною» (Правило 21.1), встановлюючи, що «якщо заходи захисту, що виходять за межі звичайної практики, не завершилися до того моменту, коли оферта стала реальною, такий захист підпадає під заборону за правилом non-frustration rule, навіть незважаючи на те, що компанія-мішень зобов'язана завершити такі заходи до кінця через силу контракту»<sup>96</sup>.

Це сприятливе для оферента регулювання (яке здійснюється завдяки також сприятливому для оферента його застосуванню Комітетом)<sup>97</sup> доповнюється правилом «оголошень про можливі пропозиції», що насамперед має перешкоджати непропорційній «облозі» компанії-мішені<sup>98</sup>. Так, компанія-мішень згідно з уже згаданим у п. 2.6 Кодексу City Code правилом put up or shut up, у разі «можливого оголошення про пропозицію» може змусити оферента зробити заяву. Якщо після цього оферент заявляє, що не має наміру подати пропозицію про поглинання, йому буде відмовлено в поданні такої пропозиції на найближчі шість місяців.

Протилежна концепція регулювання зустрічається в німецькому праві. § 33 Закону про придбання акцій і поглинання не тільки дозволяє правлінню заходи захисту у великому обсязі, а й узагалі застосовується, тільки якщо оферент оголосив свій намір про подання пропозиції про поглинання. Досвід показує, що тут ідеться про недосконале регулювання<sup>99</sup>.

Це особливо зрозуміло на прикладі вже згаданого провального поглинання Kali+Salz компанією Potash. Опір, який було озвучено з боку компанії-мішені та політиків, був таким рішучим, що до подання пропозиції про поглинання навіть не дійшло. Правлінню Kali+Salz AG не треба зважати на обмеження Директиви про поглинання, оскільки § 33 Закону про придбання акцій і поглинання ще не міг застосовуватися. Цей приклад свідчить про те, що німецькому законодавцю, незважаючи на закон, варто врегулювати питання щодо обов'язку правління та наглядової ради компанії-мішені висловлювати свою позицію стосовно пропозиції про поглинання (§ 27, 34 Закону про придбання акцій та поглинання), а також використати нормативний варіант, передбачений ст. 9 абз. 2 підпункту 2 ст. 2 Директиви про поглинання і розширити сферу застосування суворої заборони на створення перешкод для майбутніх пропозицій.

<sup>96</sup> Детальніше *Kershaw* (сн. 3), S. 323 ff.

<sup>97</sup> Див. примітку щодо оголошення Комітетом у *Kershaw* (сн. 3), S. 323 (сн. 7).

<sup>98</sup> *Kershaw* (сн. 3), S. 155 ff.; Hopt (сн. 16), S. 106 ff.

<sup>99</sup> Також *Seibt*, in *Mülbert/Kiem/Wittig* (сн. 63), S. 148, 153 ff.

## 5. Результат

Однозначно, що директори безпосередньо в ситуації поглинання також повинні піддаватися дисциплінуванню. Водночас насилу можна відповісти на запитання про те, як має здійснюватися дисциплінування. Суворі заборони на створення перешкод за зразком City Code може призвести до хибних стимулів і, в усякому разі, вона придатна лише як крайній дисциплінарний захід. Думка зробити ставку на активність акціонерів і покладатися на те, що вони в змозі дисциплінувати директорів, що лежить на поверхні, сама по собі не завжди виявляється правильною. Оскільки активні акціонери часто прагнуть короткострокової оптимізації фактичного доходу з цінних паперів, у цьому випадку неминучі помилкові стимули. З огляду на це потрібно впевненіше робити ставку на рішення акціонерів і виключити зі ст. 9 п. 2 Директиви право держав-учасниць обирати модель регулювання, передбачивши тільки для акціонерів можливість відмовитися від суворої заборони на створення перешкод, яка надалі слугуватиме правилом за замовчуванням. Зрозуміло, така відмова можлива тільки з часовими рамками.

## IV. ПРАВИЛО ОБОВ'ЯЗКОВОЇ ПРОПОЗИЦІЇ — БЕЗВІДМОВНИЙ ІНСТРУМЕНТ ДЛЯ ЗАХИСТУ МІНОРИТАРНИХ АКЦІОНЕРІВ?

### 1) Вихідні засади

*а) Виникнення та вдосконалення європейського правила обов'язкової пропозиції*

Вище вже зазначалося, що хоча правило обов'язкової пропозиції і зазнавало різкої критики, у підсумку його без великих проблем було включено до Директиви про поглинання. У ретроспективі це також досить дивно. У той час як обов'язкова пропозиція, власне, з 1972 року є стійкою і загальновизнаною складовою City Code і тому, з британського погляду, належне європейське регулювання здавалося цілком очевидним, ситуація з погляду Німеччини була і є іншою. Німецький Закон про акціонерні товариства з його § 291 і далі, 311 і далі все ж таки має у своєму розпорядженні докладні приписи, які мають забезпечувати захист зовнішніх акціонерів контрольованої компанії.

Фактично ж проєкт Директиви, представлений 1996 року, отримав регулювання, що мало б дозволити державам-учасницям заміну обов'язкової пропозиції «іншими підходящими та, щонайменше, еквівалентними» механізмами для захисту міноритарних акціонерів<sup>100</sup>, де приписи права концернів задумані, передусім, на кшталт приписів німецького Закону про акціонерні товариства. Те, що німецький законодавець зрештою відмовився від опору<sup>101</sup> обов'язковому, тобто ні опціональному, ні такому, що замінюється «еквівалентними» заходами обережності

<sup>100</sup> ABl. 1996, С 162/5; докладніше до цього питання *Hopt ZHR* 161 (1997), 368, 384 f. ; *Krause AG* 1996, 209, 211 ff.

<sup>101</sup> З числа критиків див., зокрема, *Assmann AG* 1995, 563, 570 ; *Altmeppen ZIP* 2001, 1073, 1082 ff. ; *Hommelhoff/Kleindiek AG* 1990, 106 ff

правилу обов'язкової пропозиції, має різні причини. Поряд із досвідом поглинання Mannesmann (підставою для якого була, однак, добровільна пропозиція) і тією обставиною, що ст. 5 Директиви залишила національному законодавцю великий простір для свободи дій, напевно, існувала також стурбованість із приводу «накладення» Директиви на приписи права концернів, до якого можна було б дійти з огляду на застереження про еквівалентність<sup>102</sup>.

Надалі акціонери публічної компанії з наявністю контролюючого акціонера захищатимуться не лише приписами права концернів, а також і правилом обов'язкової пропозиції<sup>103</sup>. Це важливо не в останню чергу через те, що зовнішні акціонери залежної компанії згідно із Законом про акціонерні товариства не мають права на повідомлення доти, доки залежна компанія не укладе договір про підпорядкування та відрахування прибутку. І навпаки, зовнішні акціонери на підставі правила обов'язкової пропозиції користуються обов'язковою пропозицією про придбання, яка відповідно до ст. 5 п. 4 Директиви їм дозволяє брати участь у будь-якій премії за контроль.

#### б) Американське (США) *Market Rule* як контрмодель

City Code і Директива про поглинання не тільки щодо заборони на створення перешкод, але також і щодо правила обов'язкової пропозиції фундаментально відрізняються від американського права, яке адресує питання обов'язкової пропозиції корпоративному праву і разом з тим — праву окремого штату. Фактично лише два штати сприйняли обов'язкову пропозицію, а саме Пенсильванія та Мен<sup>104</sup>. Інші штати і, особливо, Делавер, навпаки, слідуєть *Market Rule* (правилу ринку) і тим самим відмовляються від участі зовнішніх акціонерів у будь-якій премії за контроль у принципі — чи то тому, що offerent робить їм пропозицію про придбання, чи тому, що відчужувач частину отриманої ним премії за контроль спрямовує далі. Хоча винятки з *Market Rule* випливають з фідучіарних обов'язків контролюючого акціонера, але, вони, схоже, не мають великого практичного значення<sup>105</sup>. Це поширюється, наприклад, на обов'язок чинного власника контрольного пакета розділити премію за контроль, якщо очікується, що набувач контрольного пакета розкраде майно компанії-мішені<sup>106</sup>. Поза рамками такої ситуації американське законодавство про поглинання і корпоративне право покладаються на те, що зовнішні акціонери і після переходу контролю отримують достатній захист, завдяки корпоративному праву.

<sup>102</sup> *Habersack/Mayer* ZIP 1997, 2141 ff.; Див. ще *Hopt ZHR* 161 (1997), 368, 387 f.

<sup>103</sup> Щодо відмінностей між контролем у значенні § 29 п. 2, 35 «Закону про придбання акцій і поглинання» та залежністю у значенні § 17, 311 і далі Закону про акціонерні товариства див. *Emmerich/Habersack* (сн. 35), § 9a Rn. 34 f.; *Habersack ZHR* 166 (2002), 619, 622.

<sup>104</sup> *Hopt* (сн. 16), S. 33 f.; *Schuster The Modern Law Review* 76 (2013), 529, 535 ff.

<sup>105</sup> *Schuster The Modern Law Review* 76 (2013), 529, 537 f.

<sup>106</sup> Детальніше *Elhaug The University of Chicago Law Review* 59 (1992), 1465, 1503 ff.

Навпаки, Комісія, як уже згадувалося, прагне розширити правило обов'язкової пропозиції і, зокрема, присікти практику демпінгу, хоча зовнішні акціонери контрольованої компанії захищені в майбутньому від використання контрольованої компанії в корисливих цілях приписами для угод між пов'язаними особами, а активні акціонери додатково обмежують контролюючого акціонера.

### 3. Розподіл премії за контроль — питання права, а не економіки

У зв'язку з тим, що американське право і City Code на запитання, чи повинні зовнішні акціонери брати участь у премії за контроль, дають діаметрально протилежні відповіді, не дивно, що і щодо економічної оцінки обов'язкової пропозиції немає єдиної думки. Критики наводять той аргумент, що правило обов'язкової пропозиції підходить для того, щоб підвищити ціну на випадок доцільних злиттів або взагалі запобігти їм. І до того ж воно має сприятливий для концентрації вплив, надаючи зовнішнім акціонерам можливість запропонувати свої акції контролюючому акціонеру<sup>107</sup>.

Навпаки, прихильники правила обов'язкової пропозиції посилаються на те, що воно перешкоджає неефективним поглинанням — особливо тим, які можуть фінансуватися тільки в результаті використання компанії-мішені в корисливих цілях. На припущення, що правило обов'язкової пропозиції має сприятливий для концентрації вплив, вони заперечують, посилаючись на те, що інвестований у компанію-мішень капітал не може бути використаний інакше<sup>108</sup>.

Насправді слід остерігатися узагальнень і визнати, що визначати результат поглинання, а водночас і результативність правила обов'язкової пропозиції, можна лише від випадку до випадку і лише через деякий час<sup>109</sup>.

На думку *Берле/Мінза (Berle/Means)*, за умов контролю йдеться про корпоративні активи (corporate asset), і тому всі акціонери повинні брати участь в операції з переходу контролю<sup>110</sup>. В економічному плані в будь-якому разі переконливо, що акціонер, який контролює, має у своєму розпорядженні приватні вигоди контролю (Private Benefits of Control), зокрема, можливість використати контроль для своєї вигоди і тим самим, розграбувати компанію. Те саме стосується і протилежної думки щодо того, що вимушеному внаслідок фрірайду (Free Riding) подорожчання придбання контрольного пакета можна й потрібно перешкодити тим, щоб його набувач позбавив зовнішніх акціонерів («неплатників» — nonpayers) вигод від поглинання<sup>111</sup>.

<sup>107</sup> *Easterbrook/Fischel* The Yale Law Journal 91 (1981/82), 698 ff. ; *Romano* Virginia Law Review 73 (1987), 111 ff. ; *Wymeersch* ZGR 2002, 520, 542 ff.

<sup>108</sup> *Hopt* (сн. 16), S. 33 ff., *Schuster* The Modern Law Review 76 (2013), 529, 539 ff. ; *Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, 1991, S. 191 ff., 238 ff. ; *Krause* WM 1996, 845 ff., 893 ff.

<sup>109</sup> *Enriques*, Festschrift Hopt, 2011, S. 1789, 1791.

<sup>110</sup> *Berle and Means*, The Modern Corporation and Private Property, 1932 (1968), 215 ff. ; наприклад, виступаючи проти *Easterbrook/Fischel* The Yale Law Journal 91 (1981/82) 698, 715 ff.

<sup>111</sup> *Grossmann/Hart* Bell Journal of Economics 11 (1980), 42, 59. – До фрірайду див. ще в решті частини в III. 1. b). статті



Обидві моделі є припущенням, що йдеться про контроль корпоративних актів і проблему фрірайду можна подолати, наприклад, позбавивши згодом зовнішніх акціонерів вигод від поглинання<sup>112</sup>, що ґрунтується на думці, яка полягає в тому, що контролюючий акціонер здатний розкрасти контрольовану компанію. Саме це і не підтверджується, поки право, що застосовується контрольованою компанією, намагається присікти неспіврозмірні операції між компанією та контролюючим акціонером, чи то за допомогою фідучіарних зобов'язань загалом, чи то за допомогою особливих приписів щодо правочинів між взаємозалежними особами<sup>113</sup>.

Зрозуміло, що контролюючий акціонер хоче отримувати вигоду не тільки з переміщення майна, а й узагалі із синергетичних ефектів та аналогічних вигод контролю<sup>114</sup>. Але це відкрите як в економічному, так і в правовому відношенні питання про те, чи мають право зовнішні акціонери бути серед тих, хто отримав такі вигоди. З урахуванням того, що досягнення синергетичних ефектів, якщо навіть не головним чином, базується на обставинах зі сфери контролюючого акціонера, небезпідставно виникає припущення, що в разі участі зовнішнім акціонерам було б подаровано непередбачуваний прибуток (Windfall Profit).

### 3 Підстави для суворого правила обов'язкової пропозиції?

Зроблені висновки приводять безпосередньо до питання легітимації корпоративним правом суворого, тобто не опціонального правила обов'язкової пропозиції.

#### а) Співмірність превентивного захисту?

Правило обов'язкової пропозиції надає можливість зовнішнім акціонерам компанії, яка перебуває під контролем, продати свої акції за ціною, яка, щонайменше, відповідає критеріям ст. 5 п. 4 Директиви, і тим самим реагує на явну небезпеку того, що контролюючий акціонер здійснює вплив на компанію на шкоду для неї, а не на фактичне порушення інтересів компанії-мішені та її зовнішніх акціонерів<sup>115</sup>. Цей превентивний захист правило обов'язкової пропозиції надає не тільки на той випадок, коли компанія вперше потрапляє під контроль акціонера, а й при переході контролю. Незалежно від того, закріплене правило обов'язкової пропозиції функціонально за правом ринку капіталу чи за корпоративним правом<sup>116</sup>,

<sup>112</sup> Grossmann/Hart Bell Journal of Economics 11 (1980), 42, 43: «Тоді райдер отримує більше від райдерства, ніж просто свою частку в (збільшеному) прибутку компанії. Ця компенсація відбувається за рахунок інших акціонерів і являє собою добровільне розмивання їхніх майнових прав».

<sup>113</sup> Див. ще. Habersack/Tröger NZG 2010, 1, 2 ; Wymeersch, Festschrift Hommelhoff, 2012, S. 1375, 1384 ff.

<sup>114</sup> Детальніше Dyck/Zingales The Journal of Finance 59 (2004), 537 ff. ; див. ще Schuster The Modern Law Review 76 (2013), 529, 539 ff.

<sup>115</sup> Влучно підкреслено у Davies, in Payne/Prentice, Takeovers in English and German Law, 2002, S. 25 ; Kershaw (сн. 3), S. 249 f. ; Hopt (сн. 16), S. 39.

<sup>116</sup> Щодо питання відбулися інтенсивні дискусії стосовно німецького права, і відповідь на нього дав Федеральний верховний суд у значенні віднесення до права ринку капіталу, див. BGH NZG 2013, 939 Rn. 19; щодо американського права див. у IV. 1. b) статті.



воно доповнює традиційні механізми корпоративного права для запобігання використанню компанії-мішені в корисливих цілях.

Треба розуміти, що правило обов'язкової пропозиції не може замінити ретроспективний захист акціонерів, які не вийшли з контрольованої компанії<sup>117</sup>. Головне питання полягає в тому, чи можуть внутрішні механізми контролю забезпечувати достатній і співмірний захист зовнішніх акціонерів і тому бути зайвим додатковим захистом з боку ринку корпоративного контролю. З великим задоволенням тут напрошується ствердна відповідь на це питання, просто посилаючись на те, що загальне корпоративне право і право концернів не знайомі з правом зовнішніх акціонерів на вихід з компанії, що опинилася під контролем<sup>118</sup>. Але це було б занадто коротким шляхом. Питання саме в тому, чи не має правило обов'язкової пропозиції, з урахуванням передбаченого загальним корпоративним правом і правом концернів ретроспективного захисту, надлишкового характеру. На це питання більше не можна буде, не роздумуючи, відповісти заперечно, з огляду на вже згадані зміни правового середовища щодо правила обов'язкової пропозиції<sup>119</sup>.

Зокрема, приписи нещодавно ухвалені Директиви про внесення змін до Директиви про права акціонерів щодо угод між пов'язаними особами, заходи щодо поліпшення корпоративного управління та активність акціонерів, яка стає дедалі інтенсивнішою, забезпечують на сьогодні захист зовнішніх акціонерів, який, незважаючи на весь натиск та наполегливість, під час ухвалення Директиви був відсутній. Тим більше, не в 1970-х роках, коли правило обов'язкової пропозиції впровадилося в City Code і потім визначило розвиток на європейському рівні. -

#### б) Рівне ставлення до акціонерів?

За допомогою принципу рівного ставлення до акціонерів правило обов'язкової пропозиції не можна легітимізувати відразу. Настільки можна відштовхуватися безпосередньо від висновку про переконливість припущення, що під час контролю йдеться в будь-якому разі про корпоративні активи, в економічному плані, наскільки контролюючий акціонер має у своєму розпорядженні приватні вигоди від контролю<sup>120</sup>. Але цього в будь-якому разі не вистачає, якщо правила корпоративного права і права концернів виключають розкрадання контрольованої компанії контролюючим акціонером. Приватні вигоди контролю, що походять із синергетичних ефектів, знову дістаються зовнішнім акціонерам без їхнього втручання.

З точки зору рівного ставлення це повинно означати, що вже відсутня ситуація, коли продавець пакета акцій, що передає контроль або істотний вплив, отримує премію, а акціонери, які володіють тільки дрібними частками, у цьому не беруть

<sup>117</sup> *Hopt* (сн. 16), S. 39 ; іншої думки *Schuster* *The Modern Law Review* 76 (2013), 529, 534: «для заміни або на додаток до інших механізмів захисту міноритаріїв».

<sup>118</sup> Див. ще в IV. 1. а). статті.

<sup>119</sup> Також *Kershaw* (сн. 3), S. 249 ff. ; *Wymeersch*, *Festschrift Hommelhoff*, 2012, S. 1375, 1385 ff. ; іншої думки *Hopt* (сн. 16), S. 39 ff.

<sup>120</sup> До цього питання див. у IV. 2. статті

участі. Якби подібна ситуація мала місце, дрібні акціонери могли б претендувати на таке саме становище, як і продавець пакета<sup>121</sup>. Навпаки, якщо offerent отримав контроль над компанією, яка до цього моменту не перебувала під контролем, підставою для нього зазвичай є добровільна пропозиція про поглинання. Згідно зі ст. 5 п. 2 Директиви обов'язкова пропозиція є зайвою, оскільки в акціонерів є можливість акцептувати добровільну пропозицію. Якщо контроль над компанією, яка дотепер не перебувала під контролем, навпаки, отримано іншим чином, offerent, загалом, так само не виплачував премію за контроль. Оскільки зовнішні акціонери не отримали пропозиції нинішнього контролюючого акціонера, спочатку вони перебувають у ролі акціонера контролюваної компанії. Тоді вони несуть ризик того, що інструментарій корпоративного права може фактично перешкодити розкраданню компанії контролюючим акціонером, а також настануть очікувані синергетичні ефекти; цей ризик, а також звуження ринку, яке настало внаслідок набуття контролю, можуть знову призвести до втрати курсу. При уважному розгляді обов'язкової пропозиції вона легітимізується тільки в тому випадку, коли offerent отримав контроль над компанією, яка дотепер не перебуває під контролем, не на підставі добровільної пропозиції про поглинання, а в інший спосіб<sup>122</sup>.

#### 4. Висновки

##### а) Правило обов'язкової пропозиції як правило за замовчуванням?

З урахуванням того результату, що легітимацію суворого правила обов'язкової пропозиції можна повністю оскаржити, вартим уваги видається перетворення ст. 5 Директиви про поглинання на звичайне правило за умовчанням і надання компаніям – точніше сказати, акціонерам – права скасовувати правило обов'язкової пропозиції шляхом ухвалення рішення загальними зборами. Пропозиція не нова. За опціональне правило обов'язкової пропозиції висловилися, як уже згадувалося, зокрема, *Енрікес/Гілсон/Паксес*<sup>123</sup>, а нещодавно за ними пішов *Кершо (Kershaw)*<sup>124</sup>. Зокрема, *Хопт (Hopt)* і *Феддерке/Венторузці (Fedderke/Ventoruzzi)* виступають проти пропозиції<sup>125</sup>, де останні все ж таки припускають те, що правило обов'язкової пропозиції неефективне і є «далеко не бездоганим підходом до регулювання». А замість того, щоб виступати за опціональність, краще вдатися до складу винятку ст. 5 п. 2 Директиви вже за часткової пропозиції<sup>126</sup>.

<sup>121</sup> Див також *Kershaw* (сн. 3), S. 251 f.

<sup>122</sup> Також, наприклад, *Kershaw* (сн. 3), S. 194 f., 251 f.

<sup>123</sup> *Enriques/Gilson/Paccès* Harvard Business Law Review 4 (2014), 85, 90 ff.; див. ще *Enriques*, Festschrift Hommelhoff, 2012, S. 1789 ff.

<sup>124</sup> *Kershaw* (сн. 3), S. 225 ff.

<sup>125</sup> *Hopt* (сн. 16), S. 43 ff.; *Fedderke/Ventoruzzo*, Упередженість «неупередженого» режиму опціонних поглинань: обов'язковий поріг пропозиції як зворотний перекидний міст, ECGI Law Working Paper No. 304/2016, S. 12 ff.

<sup>126</sup> *Fedderke/Ventoruzzo* (сн. 124), S. 29 ff.

За межами ЄС<sup>127</sup> опціональне правило обов'язкової пропозиції трапляється, насамперед, у швейцарському праві. Статті 22, 32 Федерального закону про біржі та торгівлю цінними паперами (ВЕНГ) дозволяють не тільки підвищити граничне контрольне значення з 33 1/3% до 49%, а й надати можливість відмови, якщо з нею не пов'язано заподіяння шкоди в значенні ст. 706 Зобов'язального закону<sup>128</sup>.

Проти можливості відмови не можна в будь-якому разі пред'явити те, що примусове правило обов'язкової пропозиції знижує операційні витрати, оскільки учасники ринку зможуть уникнути ознайомлення зі статутами окремих компаній<sup>129</sup>. І крім того, що чинна нині редакція ст. 5 Директиви вже надає праву держав-учасниць більшу свободу дій, доступ інвесторів і посередників до відповідної інформації не повинен бути проблемою<sup>130</sup>.

Варто додати, що компанії у зв'язку зі своїм корпоративним управлінням зобов'язані розробляти індивідуальні рішення і піддавати їх ринковому тестуванню за допомогою механізму Comply or Explain<sup>131</sup>. Право вибору окремих компаній щодо правила обов'язкової пропозиції доповнило б цей перелік.

Не можна також стверджувати, що в контролюючого акціонера зазвичай немає інтересу в скасуванні, оскільки інакше поглинання компанії оферентом, який купує акції, що перебувають у вільному обігу, було б полегшено. Фактично контролюючий акціонер також міг би мати вигоду з тієї можливості, що перехід контролю може відбуватися без необхідності обов'язкової пропозиції<sup>132</sup>.

Що стосується товариства, яке випустило частину акцій у вільний обіг, то вирішувати акціонерам — обирати переваги чи недоліки відмови. Як уже зазначалося щодо заборони на створення перешкод, така відмова можлива завжди лише з часовими рамками.

Національне законодавство могло б (незважаючи на те, що ст. 5 Директиви про поглинання передбачає суворе правило обов'язкової пропозиції) все ж таки адресувати статуту компанії закріплення порогового контрольного значення і тим самим надати акціонерам можливість ускладнити поглинання завдяки вибору найнижчого порогового контрольного значення та спростити поглинання — завдяки вибору більш високого порогового контрольного значення. Це було б абсолютно сумісно зі ст. 5

<sup>127</sup> Щодо послаблень правила обов'язкової пропозиції в італійському праві, які відбулися у 2014 р., див. *Fedderke/Ventoruzzo* (сн. 124), S. 7 ff.

<sup>128</sup> Див. на прикладі *Sika AG* (див. сн. 39) *Schweizerisches BiverwG, Urteil vom 27. August 2015 – B-3119/2015*; ще *Tschäni/Ifflad/Diem*, in *Watter/Vogt, Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl. 2011, Art. 22 ВЕНГ Rn. 18 ff*; *Нопт* (сн. 16), S. 43 ff.

<sup>129</sup> Але: *Нопт* (сн. 16), S. 45.

<sup>130</sup> *Enriques/Gatti, Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry, ECGI Law working paper N. 264/2014, S. 54 ff.*

<sup>131</sup> Див. ще у III. 1. b). статті.

<sup>132</sup> Див. Як приклад поглинання, що планується *Sika AG*, до цього питання сн. 39.

Директиви<sup>133</sup> і насправді зараз італійське право все ж таки передбачає таку можливість для дрібних і середніх компаній<sup>134</sup>. І якби праву держав-учасниць уже за чинною нині редакцією ст. 5 Директиви про поглинання дозволялося встановити «ступінчасті» порогові контрольні значення і, приміром, регулювати те, що при придбанні 50% голосів діє суворе, тобто не опціональне правило обов'язкової пропозиції, у той час як при придбанні від 30% до 49,9% повинна бути можливість відмови<sup>135</sup>.

#### б) Поширення на всі торгові системи і на маржові угоди

Однак Директива про поглинання, а разом з нею правило обов'язкової пропозиції, мають бути посилені, і саме шляхом розширення їхньої сфери дії. З одного боку, зрозуміло, що нею охоплюються тільки ті компанії, акціями яких торгують на регульованому ринку. Логічнішим було б приведення сфери застосування Директиви у відповідність до сфер застосування Регламенту про зловживання на ринку і тим самим залучити ті компанії, акціями яких торгують у багатосторонній або організованій торговельній системі у значенні ст. 2 п. б), с) цього регламенту<sup>136</sup>.

З іншого боку, слід також враховувати пайову участь в акціях і, особливо, маржові контракти в рамках порогового контрольного значення (відповідно до п. 9.1 City Code)<sup>137</sup>. Дискусія про таємне формування пайових інвестиційних фондів продемонструвала, що пов'язані з правом голосу порогові контрольні значення реєстрації можна легко обійти<sup>138</sup>. Подальше поширення статей 13, 13а Директиви про прозорість на фінансові маржові угоди, включно, зокрема, зі свопами на акції з грошовими розрахунками (Cash Settled Equity Swaps), має бути зразком і для правила обов'язкової пропозиції<sup>139</sup>.

#### 4. Демпінг

Уже було сказано про те, що Комісія угледіла в демпінгу «обхід» правила обов'язкової пропозиції і тому намітила запровадження додаткових порогових контрольних значень для обов'язкових пропозицій або мінімальних умов для акцепту пропозицій про поглинання<sup>140</sup>. Кваліфікуючі ознаки, якими Комісія керується при цьому, є загальновідомими та часто відносяться до німецького правила

<sup>133</sup> Запобіжний захід у значенні заборони на створення перешкод насправді був би відсутній не з огляду на те, що ні правління, ні Загальні збори не ухвалили рішення щодо точного порогового контрольного значення; але іншої думки *Fedderke/Ventoruzzo* (сн. 124), S. 10 ff.

<sup>134</sup> Детальніше *Fedderke/Ventoruzzo* (сн. 124), S. 9 ff.

<sup>135</sup> Напр., пропозиція *Kershaw* (сн. 3), S. 258.

<sup>136</sup> З введення у вільний обіг *Wymeersch*, *Festschrift Hommelhoff*, 2012, S. 1375 f.; див. ще *Merkel*, in *Veil, Übernahmerecht in Praxis und Wissenschaft*, 2009, S. 53, 60.

<sup>137</sup> Детальніше до п. 9.1 кодексу City Code *Kershaw* (сн. 3), S. 237 ff.

<sup>138</sup> *Enriques/Gatti* (сн. 129), S. 24 ff.; *Habersack AG* 2008, 817.

<sup>139</sup> Також у цьому зв'язку – з міркуваннями, що заслуговують на увагу, – щодо опціонального підходу *Enriques/Gatti* (сн. 129), S. 30 ff., 50 ff.

<sup>140</sup> Європейська Комісія (сн. 19), Rn. 21 ff.

обов'язкової пропозиції, що орієнтується на придбання 30% та більше голосів компанії-мішені згідно з § 35, 29 п. 2 Закону про придбання акцій та поглинання (якщо в основі придбання не лежить добровільна пропозиція про поглинання) та не є знайомими з додатковим пороговим контрольним значенням.

Уже згадувалися, наприклад, добровільна пропозиція про поглинання, яку іспанська компанія ACS S. A. подала на акції Hochtief AG, оскільки вона вже володіла трохи менше ніж 30% акцій Hochtief AG<sup>141</sup>. обов'язкову пропозицію, яку компанія Porsche Automobilholding SE подала слідом за придбанням контрольного пакета акцій Volkswagen AG<sup>142</sup>, а також обов'язкову пропозицію Volkswagen AG щодо MAN SE. У цьому та інших випадках оферта мала успіх щоразу за свідомо непривабливою (відповідно до правил мінімальної ціни) ціною, внаслідок чого вона була акцептована лише невеликою кількістю акціонерів. Згодом оферент міг відповідно збільшувати свою частку участі без примусової подачі нової обов'язкової пропозиції або доплати акціонерам, які акцептували пропозицію, різниці між ціною пропозиції та ціною, сплаченою в порядку придбання, здійсненого після спливу строку, вказаного в § 31 п. 5 Закону про придбання акцій і поглинання.

Демпінг супроводжувався часом таємним формуванням пайових інвестиційних фондів на основі маржових угод<sup>143</sup>. Хоча зараз цей тип формування пайових інвестиційних фондів, як уже згадувалося, охоплюється Директивою про прозорість, але ще не врахований Директивою про поглинання<sup>144</sup>. Навіть якби маржеві угоди враховували правило обов'язкової пропозиції, це не вплинуло б на практику демпінгу, для неї не має значення, чи можна досягнути порогового контрольного значення завдяки придбанню акцій, чи маржевим угодам. Виправити становище могли б, зокрема, намічені комісією заходи, а саме: встановлення додаткового порогового контрольного значення та встановлення мінімальної допустимої межі.

Додаткове порогове контрольне значення передбачають — з досить вагомими відмінностями в подробицях — кілька держав-учасниць<sup>145</sup>. Особливо категоричним є City Code, чие Правило 9.1 (b) зобов'язує до подачі обов'язкової пропозиції також і тих, хто має від 30% до 50% голосів і набуває додаткові акції (або часткову участь в акціях)<sup>146</sup>, та чий Правила 9.3 і 10 для кожної пропозиції — також і для обов'язкової

<sup>141</sup> До цього питання Assessment Report (сн. 18), S. 127 f.; Baums ZIP 2010, 2374, 2375; v. Bülow in Mülb-  
bert/Kiem/Wittig (сн. 63), S. 9, 31 f.; Cascante, Festschrift Wegen, 2015, S. 175, 188 f.

<sup>142</sup> До цього питання v. Bülow, in Mülb-  
bert/Kiem/Wittig (сн. 63), S. 3, 27 f.; Cascante, Festschrift Wegen, 2015,  
S. 175, 183.

<sup>143</sup> Докладніше Enriques/Gatti (сн. 129), S. 24 ff.; Kalss, in Kämmerer/Veil, Übernahme- und Kapitalmark-  
trecht in der Reformdiskussion, 2013, S. 139, 153 ff.; на прикладі поглинання Continental AG компанією  
Schaeffler KG Habersack AG 2008, 817 ff.

<sup>144</sup> Див. в IV. 4. b). статті.

<sup>145</sup> Див. докладно Assessment Report (сн. 18), S. 129 ff.; Merkt NZG 2011, 561 ff.

<sup>146</sup> До цього питання, а також до попередньої версії, згідно з якою при придбанні 1% на рік нова  
обов'язкова пропозиція не потрібна, див. Crawshay, in Veil (сн. 136), S. 83, 84 f.; Kershaw (сн. 3),  
S. 237 ff.

пропозиції – висувають умову, що offerent, приєднуючись до пропозиції, володіє щонайменше 50% голосів. Якщо ця умова не виконана, offerent не має права придбавати запропоновані йому акції<sup>147</sup>.

У Німеччині слідом за поглинанням Hochtief концерном ACS виникли вимоги щодо встановлення ще одного порогового контрольного значення. Вони вилилися в законопроекти фракції СДПН і землі Північний Рейн – Вестфалія<sup>148</sup>, які, проте, не були реалізовані. У процесі проведення політико-правових дебатів слушно звернули увагу на те, що зміст Правила 9.1 Кодексу City Code тісно кореспондує зі встановленими в Правилах 9.3, 10 цього Кодексу мінімальними допустимими межами, і згадане Правило 9.1 передбаченням додаткового обов'язкового речення санкціонує небажане з погляду City Code становище<sup>149</sup>. Було також вказано на те, що City Code не знайомий із зобов'язанням щодо усунення подальших дефектів, аналогічним зобов'язанням з § 31 п. 5 Закону про придбання акцій і поглинання, тож згідно з британським правом offerent не зобов'язаний у разі подальшого придбання поза біржею підвищувати відповідно ціну offerти<sup>150</sup>. Правило 9.1 (b) Кодексу City Code повинно, з цього погляду, зробити непривабливим подальше придбання за вищою ціною.<sup>151</sup>

Оскільки німецьке право, з одного боку, не знайоме з мінімальною допустимою межею, але, з іншого боку, передбачає, що протягом доволі тривалого строку здійснені відповідно до § 31 п. 5 Закону про придбання акцій та поглинання додаткові придбання мають призвести до коригування ціни, не слід поспішно звертатися до британської моделі<sup>152</sup>.

Встановлення другого порогового контрольного значення на рівні європейського чи національного права, наприклад, за моделлю французького, італійського чи австрійського права<sup>153</sup> або після придбання контрольного пакета<sup>154</sup>, не було б перешкодою. Але якщо врахувати, що правило обов'язкової пропозиції вже не можна легітимізувати без застережень<sup>155</sup>, до посилення таке друге порогове значення має ставитися особливим чином. У зв'язку з цим необхідно як на європейському рівні, так і на рівні німецького права утриматись від встановлення додаткового порого-

<sup>147</sup> Kershaw (сн. 3), S. 212 ff.

<sup>148</sup> BT-Drucks. 17/3481 і BR-Drucks. 584/2/10; до цього питання Baums ZIP 2010, 2374 ff.; Merkt NZG 2011, 561, 566 ff.; Tyrolt/Cascante, in Mühlbert/Kiem/Wittig (сн. 63), S. 110, 140 ff.

<sup>149</sup> v. Bülow, in Mühlbert/Kiem/Wittig (сн. 63), S. 9, 38 ff.; v. Falkenhausen ZHR 174 (2010), 293, 298 ff.

<sup>150</sup> v. Falkenhausen ZHR 174 (2010), 293, 301.

<sup>151</sup> v. Falkenhausen ZHR 174 (2010), 293, 301.

<sup>152</sup> Baums ZIP 2010, 2374, 2382 ff.

<sup>153</sup> Додаткова обов'язкова пропозиція необхідна згодом при додатковому придбанні 2–3%, див. Tyrolt/Cascante, in Mühlbert/Kiem/Wittig (сн. 63), S. 110, 142.

<sup>154</sup> Перш за все, французьке право, див. Baums ZIP 2010, 2374, 2379.

<sup>155</sup> Див. подробиці в IV. 3., 4.а).



вого контрольного значення та покластись на внутрішні механізми захисту компанії (з німецького погляду особливо на функціональну спроможність права концернів)<sup>156</sup>.

Те саме застосовується і для наміченого Комісією встановлення мінімальної допустимої межі. Також виходячи з того, що мінімальна допустима межа згідно з City Code перебуває в тісному смисловому зв'язку з додатковим пороговим контрольним значенням Правила 9.1 (b) Кодексу City Code, вона сприяє формуванню споріднених з погляду управління концернів, що, у всякому разі, не відразу вітається міноритарними акціонерами.

## V. ВИСНОВКИ

1. У вигляді заборони на створення перешкод і правила обов'язкової пропозиції Директива про поглинання містить два принципи, що задають тон британському законодавству про поглинання приблизно протягом останніх 50 років. Зміни, що настали з часу ухвалення Директиви про поглинання, в економічній і правовій кон'юктурі ринку корпоративного контролю (поряд із більшим значенням інституціональних інвесторів, зростаючою активністю акціонерів і впливом консультантів з питань голосування варто насамперед згадати нещодавно ухвалену реформу Директиви про права акціонерів) ставлять, однак, під сумнів легітимацію обох принципів.

2. Заборона на створення перешкод може дисциплінувати директорів, однак це призводить до хибних стимулів. Думка, що лежить на поверхні, – зробити ставку на активність акціонерів і поклатися на те, що й акціонери товариства, яке випустило частину акцій у вільний обіг, у змозі дисциплінувати директорів, – сама по собі виявляється правильною. Оскільки активні акціонери часто прагнуть короткострокової оптимізації фактичного доходу з цінних паперів, у цьому випадку також неминучі помилкові стимули. З урахуванням цього результату потрібно впевненіше робити ставку на ухвалення рішення акціонерами і виключити право держав-учасниць зі ст. 9 п. 2 Директиви обирати модель регулювання. Тільки для акціонерів відкривається можливість відмовитися від суворої заборони на створення перешкод, яка надалі слугує правилом за замовчуванням. Така відмова (opt-out) можлива тільки з часовими рамками.

3. Що стосується правила обов'язкової пропозиції, то його легітимація породжує дедалі більше труднощів, оскільки обов'язок надавати публічну інформацію, активність акціонерів і вже згадана реформа Директиви про права акціонерів певною мірою унеможливають використання компанії-мішені контролюючим акціонером у корисливих цілях. У зв'язку з цим видається очевидним і перетворення правила обов'язкової пропозиції на просте правило за замовчуванням, а також надання акціонерам права ухвалювати рішення на загальних зборах про його скасування.

<sup>156</sup> Також *Baums* ZIP 2010, 2374, 2387 f.; v. Bülow, in Mülberr/Kiem/Wittig (сн. 63), S. 38 ff.; v. *Falkenhau-*  
*sen* ZHR 174 (2010), 293, 298 ff.; *Tyrolt/Cascante*, in Mülberr/Kiem/Wittig (сн. 63), S. 142 ff.; a.A. *Merk*  
*NZG* 2011, 561, 566 ff.; щонайменше, позначена тенденція, також *Hopt* (сн. 16), S. 49 ff



У жодному разі це не є приводом для вжиття заходів щодо запобігання демпінгу на європейському рівні.

4. При загальному огляді підсумком є рекомендація передати спочатку вирішення конфлікту інтересів в особі директорів компанії і захист міноритарних акціонерів компанії-мішені, що потрапила під контроль, корпоративному праву — шлях, яким віддавна слідує американське право.