

Неофіційний переклад
Проект USAID розвитку ринків капіталу

**РЕГУЛЮВАННЯ ПРИЄДНАННЯ КОМПАНІЙ В ЮРИСДИКЦІЯХ
ДЕЯКИХ ЧЛЕНІВ КОМІТЕТУ З РИНКІВ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ (ЕМС),
МІЖНАРОДНОЇ ОРГАНІЗАЦІЇ КОМІСІЙ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ (IOSCO)**

**КОМІТЕТ З РИНКІВ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ (ЕМС), МІЖНАРОДНОЇ
ОРГАНІЗАЦІЇ КОМІСІЙ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ (IOSCO)**

СІЧЕНЬ 2006 РОКУ

Зміст

Частина I	3
Вступ.....	3
1. Загальні питання	3
2. Обов'язки інвестора щодо розкриття інформації	4
3. Обов'язки публічної компанії щодо розкриття інформації	8
4. Тендерні пропозиції	9
5. Чому існує необхідність регулювання пропозицій про приєднання компанії, і якого досвіду набуто у цій сфері.....	14
6. Питання, які необхідно вирішити	18
Висновок	19
Частина II	20
(Відповіді на опитування).....	20

Частина I

Вступ

Цей звіт був підготовлений Робочою групою з питань застосування норм і обміну інформацією Комітету з ринків, що розвиваються, Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO EMC) і був схвалений IOSCO EMC на його засіданні 4 квітня 2005 року. Його основною метою є надання порівняльного аналізу існуючої регуляторної бази щодо *придбання істотних пакетів акцій і приєднання публічних компаній* в юрисдикціях деяких членів IOSCO EMC.

Цей звіт складається з двох частин. У Частині I представлено вищезгаданий порівняльний аналіз і, зокрема, висвітлено спільні характеристики. Хоча було виявлено загалом досить значну схожість досліджених регуляторних баз, було визначено і деякі суттєві відмінності. У Частині II представлено детальні відповіді опитаних членів EMC на запитання анкети, розповсюджені Робочою групою-4 EMC. Інформація, отримана від тридцяти чотирьох членів EMC, дозволила сформулювати змістовну спеціалізовану базу даних, яка потім використовувалась для проведення аналізу, представленого у Частині I цього звіту. У Частині II зацікавлений читач також знайде детальну інформацію про існуючу нормативну базу регулювання приєднань компаній в усіх досліджених юрисдикціях.

1. Загальні питання

1.1 Обсяг дослідження

Цей аналіз було проведено на основі дослідження, що охоплювало наступні юрисдикції: Албанія, Аргентина, Барбадос, Болівія, Бразилія, Болгарія, Китай, Хорватія, Чехія, Єгипет, Угорщина, Індія, Йорданія, Корея, Литва, Македонія, Малайзія, Мальта, Маврикій, Нігерія, Оман, Пакистан, Філіппіни, Польща, Румунія, Словенія, Південна Африка, Шрі-Ланка, Китайський Тайбей, Таїланд, Туреччина, Уругвай, Венесуела, В'єтнам.

1.2 Орган, відповідальний за приєднання (поглинання) компаній

У більшості юрисдикцій органом, відповідальним за регулювання приєднання компаній, включених до лістингу, є державний орган, створений виключно для нагляду за ринками капіталу. Проте, шість юрисдикцій прийняли інтегровану наглядову модель для фінансового сектора (Болівія, Болгарія, Угорщина, Південна Корея, Маврикій і Уругвай). Жодна з досліджених юрисдикцій не має окремого органу, створеного виключно для нагляду за приєднаннями компаній.

1.3 Форма регулювання

Найпоширенішим способом регулювання приєднань компаній на відкритому ринку капіталів є прийняття відповідного законодавства і імплементація

нормативних актів, прийнятих урядом або урядовим регулятором цінних паперів (далі – регулятор). Чотири юрисдикції впровадили ширшу регуляторну модель, яка включає саморегулюючі заходи, встановлені ринком, і рішення компаній, що відповідним чином затверджуються акціонерами у межах законодавства про господарські товариства (Албанія, Барбадос, Йордан, Мальта, Південна Корея, Філіппіни). Було виявлено, що у двох юрисдикціях немає спеціального нормативного акту щодо приєднань компаній (Болівія й Уругвай).

2. Обов'язки інвестора щодо розкриття інформації

2.1 Обов'язок інвестора щодо розкриття інформації про придбання істотних пакетів акцій

В усіх досліджених юрисдикціях інвестор, що придбаває істотний пакет акцій компанії, акції якої відкрито торгуються, зобов'язаний розкрити інформацію про таку трансакцію.

2.2 Вимоги щодо кількості акцій і голосів на загальних зборах акціонерів

У більшості досліджених юрисдикцій вимоги щодо розкриття інформації стосуються кількості голосів на загальних зборах акціонерів (далі – ЗЗА). У Китаї одна акція компанії дає право лише одного голосу. В Йорданії цінні папери, що торгуються на біржі, можуть давати право лише одного голосу. В Єгипті, Йорданії, Мальті, Омані, Словенії, Шрі-Ланці та В'єтнамі вимоги щодо розкриття інформації стосуються лише кількості акцій, а не голосів, пов'язаних з ними. В Барбадосі, Бразилії, Нігерії, Пакистані, Філіппінах, Китайському Тайбеї й Туреччині має розкриватися кількість голосів і кількість акцій у власності. Цікаво відмітити, що на Філіппінах кількість акцій у власності має розкриватися для тендерної пропозиції, у той час як інформація про кількість відповідних голосів має розкриватися для злиття або для консолідації. Південна Корея встановила п'ятивідсотковий поріг для розкриття інформації стосовно кількості голосів і десятивідсотковий поріг для розкриття інформації стосовно кількості акцій. У Венесуелі у законодавстві нечітко визначаються акції, права голосу або будь-який вид договору, що може дати наступні результати: придбання і) значної частки акцій у власність¹ у корпорації за допомогою грошових коштів або обміну акцій/прав, або ii) здобуття мажоритарного контролю² над корпорацією.

2.3 Пороги для розкриття інформації

Фактично, існують дві системи порогів для розкриття інформації:

2.3.1 Багато фіксованих порогів (Албанія, Аргентина, Бразилія, Йорданія, Малайзія, Маврикій – 5%; Болгарія, Угорщина,

¹ Отримання контролю або збільшення частки акцій у власності більш ніж на 10% у капіталі компанії, акції якої відкрито торгуються.

² Більш ніж 50% частка акцій у власності або будь-який менший відсоток, що забезпечує або може забезпечити фактичний контроль на ЗЗА.

Македонія, Нігерія, Китайський Тайбей, Таїланд – 5% і послідує порогові, кратні 5%; Хорватія, Чехія – 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 40%, 45%, 50%, 55%, 60%, 2/3, 70%, 75%, 80%, 90%, 95%; Оман – 10%, 25%, 50% і 75%; Єгипет – 5% і 15%; Південна Корея – 5% і 10%; Литва і Туреччина – 10%, 20%, 25%, 33,3%, 50%, 66,6% і 75%; Пакистан, Шрі-Ланка – 10% і 25%; Філіппіни – 5% для розкриття описової інформації і більш комплексної інформації і 10% для розкриття кількісних даних; Румунія – 5%, 10%, 20%, 33%, 50%, 75% і 90%; Венесуела – 10% і придбання будь-якого відсотка, що дозволяє здобути політичний мажоритарний контроль³ над компанією);

- 2.3.2 Один або кілька фіксованих порогів, а після досягнення певних порогів подальші зобов'язання щодо розкриття інформації, що впливають з придбання або продажу акцій, що репрезентують певну кількість голосів на ЗЗА (Барбадос – загальний поріг становить 25% капіталу, але акціонер, який володіє 10% акцій компанії, включеної до лістингу, має декларувати кожну транзакцію впродовж одного тижня; Китай – 5% і 1% на збільшення і на зменшення, якщо акціонер володіє більш ніж 5%; Індія – 5%, 10%, 14% і для кожної купівлі або продажу на 2% після досягнення відмітки 15% і до досягнення 75%; Польща – обов'язок щодо розкриття інформації існує щодо придбання і відчуження акцій, у результаті якого змінюється частка голосів акціонерів, які початково володіли більш ніж 5% і 10% акцій, принаймні на 2% від загальної кількості голосів на ЗЗА у випадку з публічною компанією, акції якої допущені до торгівлі на регульованій біржі; В'єтнам – 5%, 10%, 20% і для транзакцій, що збільшують або зменшують частку власності понад цей рівень).

2.4 *Обов'язок інвестора щодо інформування учасників ринку*

Майже у всіх досліджених юрисдикціях інвестори, що придбавають істотний пакет акцій, мають обов'язок щодо інформування компанії і компетентного наглядового органу. В Йорданії, Нігерії, Омані і Венесуелі інвестор має лише обов'язок щодо інформування компетентного наглядового органу. Деякі юрисдикції встановлюють наступні додаткові вимоги щодо розкриття інформації:

- (а) інвестор має проінформувати біржу (Аргентина, Барбадос, Болгарія, Хорватія, Індія, Південна Корея, Малайзія, Маврикій, Філіппіни, Шрі-Ланка, Туреччина, В'єтнам);
- (б) інвестор має проінформувати агентство новин (Бразилія, Угорщина, Македонія, Китайський Тайбей);
- (в) інвестор має проінформувати як біржу, так і агентство новин (Китай, Єгипет, Пакистан);

³ Див. Зноску 2.

- (г) у Польщі інвестор має проінформувати компанію, компетентний наглядовий орган і Управління з питань конкуренції і захисту споживачів (антимонопольний орган Польщі).

2.5 Строки для розкриття інформації

Строки для розкриття інформації є різними у досліджених юрисдикціях і варіюють від надання негайно до періоду у кілька днів після придбання або відчуження акцій: Аргентина, Бразилія – негайно; Барбадос – 24 години; Чехія – 3 робочі дні; Угорщина – 2 календарні дні; Йорданія і Литва – 7 днів; Польща – 4 дні після зарахування акцій на рахунок у цінних паперах (що відповідає порядку розрахунку); Румунія – 5 робочих днів; Туреччина – наступний робочий день до 9:00. На Філіппінах наглядовий орган має бути проінформований впродовж 5 робочих днів, якщо досягається поріг 5% і впродовж 10 днів для порогу 10%, тоді як відповідна компанія має бути проінформована впродовж 5 робочих днів у кожному випадку. У Венесуелі інвестор має подати звіт до наглядового органу за 5 робочих днів до початку публічного розміщення, щоб наглядовий орган міг визначити умови тендерної пропозиції, включаючи відповідне інформування широкого загалу.

2.6 Вимоги щодо придбання і відчуження акцій

У більшості з досліджених юрисдикцій обов'язки інвестора щодо розкриття інформації стосуються як придбання, так і відчуження акцій. Проте, в Єгипті, Македонії, Маврикії, Нігерії, Омані, Пакистані і Шрі-Ланці інвестор має розкривати інформацію лише про придбання акцій.

В Індії повідомлення про трансакції нижче порогу в 15% голосів здійснюється лише для придбань. Трансакції у межах понад 15% і до 75% як щодо придбання, так і відчуження, більш ніж на 2% мають повідомлятися.

2.7 Санкції у разі нерозкриття інформації про володіння акціями у компаніях, включених до лістингу

Санкції, що застосовуються у разі нерозкриття володіння акціями у компаніях, включених до лістингу, значно відрізняються у досліджених юрисдикціях. Зазвичай, санкція полягає у накладанні значного штрафу. У деяких юрисдикціях такий штраф пов'язаний з:

- (а) припиненням або тимчасовою дискваліфікацією від виконання управлінських обов'язків у компанії і заборонаю на діяльність на ринку цінних паперів (Бразилія);
- (б) кліринговий дім не переводить акції, зареєстровані на ім'я особи-порушника, і цій особі також заборонено користуватися її правом голосу для призначення директорів компанії (Китай);
- (в) якщо реалізовано значну матеріальну вигоду, або завдано значної шкоди третій стороні через відповідний злочин, на винного

накладається штраф (покарання) у розмірі принаймні 250-денного доходу або до трьох років ув'язнення (Хорватія);

- (г) інвестор не може користуватися правом голосу за цінними паперами, придбаними понад поріг, про який він прозвітував раніше (Чехія – понад цей поріг інвестор не повинен за договором придбавати додаткові цінні папери з правом голосу; Угорщина – правом голосу не можна користуватися до виконання обов'язку щодо інформування; Македонія – якщо особа володіє кваліфікованим пакетом акцій без відповідного інформування, вона не може користуватися відповідним правом голосу; Польща – користування правом голосу за акціями, придбаними з порушенням вимог щодо розкриття інформації, є недійсним);
- (д) транзакція, проведена без відповідного інформування, скасовується (Єгипет); автоматизована система торгівлі і розрахунків на фондовій біржі не дозволяє виконання транзакції, у результаті якої збільшиться частка акцій особи більш ніж до 10% номінальної вартості акцій капіталу компанії без попереднього дозволу від Управління ринків капіталу Єгипту;
- (е) угода про транзакцію є недійсною, якщо інформація про транзакцію не розкрита належним чином (Філіппіни);
- (є) можна вимагати відшкодування шкоди третій стороні від особи, яка не розкрила відповідним чином інформацію про транзакцію (Оман);
- (ж) покупець і будь-яка особа, що діє спільно з ним, не матимуть права виступати у ролі покупця впродовж наступних 3 років (Пакистан);
- (з) позбавлення волі до одного року (Південна Корея), двох років (Китайський Тайбей) або п'яти років (Туреччина);
- (и) інвестор-покупець не може користуватися правом голосу щодо акцій, придбаних з порушенням законодавства, і всі рішення, прийняті з використанням відповідного права голосу, будуть недійсними (Венесуела);
- (і) акції, придбані без відповідного інформування, мають бути продані (В'єтнам).

2.8 Здатність наглядового органу перевіряти частки акцій інвесторів у компаніях, включених до лістингу

Більшість наглядових органів у досліджених юрисдикціях мають право перевіряти частки акцій інвесторів у компаніях, включених до лістингу, за допомогою детальних інспектувань документації. Проте, у Литві, Мальті,

Китайському Тайбеї і В'єтнамі органам влади не дозволяється перевіряти частки акцій інвесторів.

2.9 Регулювання стосовно груп капіталу і учасників ринку, що діють спільно

Зазвичай, групи капіталу і учасники ринку, що діють спільно, розглядаються як один інвестор і підпадають під дію однакових вимог. Проте, така практика не має місця у Барбадосі, Мальті, Нігерії й Омані.

3. Обов'язки публічної компанії щодо розкриття інформації

3.1 Інформування публічної компанії про придбання або відчуження її акцій

У більшості досліджених юрисдикцій публічні компанії інформуються про придбання або відчуження їх акцій. Звичайними джерелами такої інформації є інвестори, ЗМІ і центральні депозитарії цінних паперів.

Говорячи про конкретні ситуації, у Болгарії цінні папери були знеруховлені, і центральний депозитарій цінних паперів веде облік акціонерів для компаній за місячну плату. Три рази на рік компаніям надається оновлений перелік їх акціонерів. У Нігерії основним інформаційним джерелом є щоденне торговельне видання фондової біржі. У Південній Кореї акціонери не зобов'язані повідомляти про свої частки акцій компаніям, в яких вони володіють акціями. Публічні емітенти отримують інформацію про трансакції з їх акціями лише через інтернетівські звіти для розкриття інформації, що вимагаються від осіб, які придбавають або володіють 5% або більше акцій з правом голосу. В Йорданії й Таїланді інформація про частки акцій у власності може отримуватися від державних органів регулювання цінних паперів. У Румунії на додаток до інформації, що надається інвестором, емітент завжди може звернутися до реєстратора з проханням про надання переліку його акціонерів. У Венесуелі відповідна компанія інформується за допомогою звіту, який інвестори направляють до регулятора, і який публікується фондовою біржею і газетами.

3.2 Обов'язок публічної компанії щодо розкриття інформації про придбання і відчуження інвесторами істотних пакетів акцій

У досліджених юрисдикціях домінуючим загальним правилом є те, що публічна компанія зобов'язана інформувати ринок про те, що інвестор придбав або відчужив істотні пакети акцій безпосередньо або через фондову біржу. Проте, виявлено низку винятків. Наприклад, у деяких юрисдикціях обов'язок щодо розкриття такої інформації виконується лише інвестором (Болгарія, Оман). У Чехії інвестор інформує компетентний орган і компанію про придбання або відчуження істотного пакету акцій, і лише компетентний орган інформує ринок. Публічні компанії з зареєстрованими офісами у Чехії мають обов'язок щодо розкриття інформації лише тоді, коли їх акції включені до лістингу на фондовій біржі іншої держави ЄС. У Венесуелі не існує обов'язків для компанії, тому що інвестори зобов'язані інформувати регулятора про свої наміри про придбання акцій заздалегідь.

3.3 Строк для розкриття публічною компанією інформації про придбання і відчуження інвесторами істотних пакетів акцій

Публічна компанія, що отримує від інвестора інформацію про придбання або відчуження ним акцій компанії, зазвичай має розкрити таку інформацію ринку впродовж кількох днів.

Говорячи про конкретні випадки, в Аргентині, Бразилії, Угорщині, Йорданії, Малайзії, Маврикії, Польщі, Румунії й Таїланді інформація має розкриватися компанією не пізніше, ніж впродовж одного дня. Найдовший строк, виявлений опитуванням, має місце у Чехії, де він становить 9 днів. Проте, такий строк застосовується лише у тому рідкому випадку, коли акції компанії включені до лістингу фондової біржі в іншій державі ЄС, і коли ця компанія має зареєстрований офіс у Чехії. У противному разі, інвестор має проінформувати компетентний орган і компанію про придбання або відчуження істотного пакету акцій впродовж трьох робочих днів. Потім компетентний орган інформує ринок.

3.4 Санкції до публічної компанії у разі нерозкриття інформації про придбання інвестором істотного пакету акцій

У ході дослідження було виявлено три базові регуляторні моделі у цьому відношенні. В одній з них компанія отримує те ж покарання, що застосовується до винного інвестора: Аргентина, Бразилія, Єгипет, Угорщина, Йорданія, Пакистан, Туреччина. В іншій моделі до винної компанії просто не застосовуються жодні санкції: Барбадос, Болгарія, Південна Корея, Мальта, Маврикій, Оман, Південна Африка, Венесуела. У третій моделі може бути накладений значний штраф: Хорватія, Чехія, Індія, Македонія, Малайзія, Польща, Румунія, Китайський Тайбей, В'єтнам. Слід зазначити, що у Китаї, хоча законодавством і не передбачено застосування санкцій до винних компаній, фондові біржі можуть висловити догану керівництву компанії за нерозкриття такої інформації. На Філіппінах на додаток до штрафу може бути призупинена торгівля й облік акцій компанії. У Шрі-Ланці фондова біржа може перевести цінні папери компанії на дошку дефолтів, призупинити торгівлю або виключити компанію з лістингу за таке нерозкриття інформації. У Таїланді регуляторні органи можуть призупинити торгівлю акціями компанії до тих пір, поки компанія не розкриє необхідну інформацію широкому загалу.

4. Тендерні пропозиції

4.1 Обов'язок інвестора щодо оголошення тендерної пропозиції після перевищення певного порогу голосів

У ході дослідження загалом виявлено, що інвестор зобов'язаний оголосити тендерну пропозицію, якщо контроль над компанією змінюється, тобто, коли інвестор має змогу здійснювати вплив на основну діяльність компанії. Проте, у цій сфері не існує жодного спеціального нормативного акту у Мальті, Маврикії й Омані.

Дослідження, зокрема, дозволило виявити наступні способи визначення обов'язку щодо оголошення тендерної пропозиції:

- 4.1.1 Найпоширенішою ситуацією є, коли оголошення тендерної пропозиції вимагається, якщо інвестор перетинає чітко визначений поріг прав голосу (в Аргентині – 35%; Барбадос, Хорватія – 24%; Китай – 30%; Єгипет – 5%; Нігерія – 33 1/3%; Угорщина – 33%, що має заздалегідь схвалюватися регулятором; Філіппіни – 35%; Йорданія й Литва – 40%; Польща – 50%; Венесуела – 10% у разі значної частки у власності⁴ і придбання будь-якого відсотку акцій, що дозволяє здійснювати мажоритарний контроль⁵);
- 4.1.2 Оголошення тендерної пропозиції вимагається, коли інвестор придбаває невеликий пакет акцій і вже перетнув істотний поріг або здобув контроль над компанією (Болгарія – володіння 50% або більше і придбання більш ніж 3%; Туреччина – володіння 25% або 50% прав голосу і придбання 10% або більше впродовж одного року; Малайзія – коли покупець вже володіє більш ніж 33%, але менш ніж 50% акцій компанії, він зобов'язаний здійснити обов'язкову пропозицію на решту акцій, якщо він придбаває більш ніж 2% емітованого і сплаченого капіталу компанії протягом будь-якого 6-місячного періоду);
- 4.1.3 Оголошення тендерної пропозиції вимагається, коли інвестор придбаває великий пакет акцій впродовж короткого періоду часу (Південна Корея – акціонер зобов'язаний оголосити тендерну пропозицію, якщо він володіє 5% від загальної кількості голосів у результаті придбання акцій у більш ніж 10 осіб впродовж 6 місяців; Польща – коли інвестор придбаває 10% акцій з правом голосу впродовж 90 днів).

4.2 Обставини, за яких немає обов'язку щодо оголошення тендерної пропозиції після перевищення певного порогу голосів

У ході дослідження виявлено низку цікавих випадків, в яких немає обов'язку щодо оголошення тендерної пропозиції після перевищення певного порогу голосів. Зокрема:

- (а) Коли зміна контролю є результатом реорганізації компанії (Аргентина);
- (б) Коли компанія намагається викупити менш ніж 10% своїх акцій (Барбадос);
- (в) Якщо проходження 50% порогу є результатом приватизаційної трансакції у порядку, передбаченому законом (Болгарія);

⁴ Див. Зноску 1

⁵ Див. Зноску 2

- (г) Якщо урядом затверджено схему економічного порятунку на певних конкретних умовах (Китай);
- (д) Якщо інвестор долає поріг володіння акціями у результаті отримання спадщини, поділу шлюбних активів, у результаті інвестування у ході приватного розміщення акцій, якщо це схвалено загальними зборами акціонерів, у результаті процедури банкрутства, зміни правової форми компанії, або коли загальні збори акціонерів емітента надають дозвіл більшістю з трьох четвертих голосів за винятком голосів інвестора (Хорватія);
- (е) Коли особа стає правонаступником інвестора за умови, що цей інвестор вже виконав всі свої обов'язки щодо розкриття інформації по тендерній пропозиції (Чехія);
- (є) Коли кількість акціонерів компанії менша за 10 впродовж шестимісячного періоду, або якщо придбання здійснюється для цілей виходу на пенсію у пов'язаних осіб або за допомогою використання переважних прав акціонера (Південна Корея);
- (ж) У Литві державний регулятор цінних паперів має право звільняти від обов'язків щодо тендерної пропозиції, якщо він вважає, що вимога щодо оголошення тендерної пропозиції є несправедливою або суперечить інтересам ринку;
- (з) Коли існує не більше 20 акціонерів у приватній компанії або іншої кількості, передбаченої законодавством, і акції придбаваються за згодою (Нігерія);
- (и) Коли акції придбаваються з числа ще неемітованих акцій за умови, що таке придбання не призведе до досягнення порога у 50% або більше від загальної кількості акцій у власності покупця; коли придбання акцій здійснюється у зв'язку з процедурою звернення стягнення на активи відповідно до належним чином укладеної угоди про застава або забезпечення, якщо придбання здійснюється боржником або кредитором; коли придбання акцій здійснюється у зв'язку з приватизацією, що проводиться урядом (Філіппіни);
- (і) Коли за дуже конкретних обставин придбання акцій проводиться безпосередньо у Державного казначейства (Польща);
- (ї) Коли державний регулятор цінних паперів вважає, що компанія знаходиться у складному фінансовому стані, і що інвестор рятує компанію від можливої ліквідації, здійснюючи придбання акцій (Південна Африка);
- (й) Коли компанія викупує свої акції (Таїланд);

- (к) Коли отримано звільнення від державного регулятора цінних паперів у певних конкретних випадках, таких як фінансовий порятунок або приватизаційна програма (Туреччина).

4.3 Можливість інвестора оголосити тендерну пропозицію щодо придбання частини акцій, що залишилися

Зазвичай, інвестор зобов'язаний оголошувати тендерну пропозицію лише для придбання всіх акцій, що залишилися. Проте, у ході дослідження були виявлені деякі винятки з цього правила, зокрема, у Малайзії й Венесуелі.

4.4 Вимога щодо застави для тендерної пропозиції

Застава вимагається для забезпечення тендерної пропозиції у більшості юрисдикцій (Угорщина, Польща, Венесуела – 100%; Китай – 20%; Литва – 10%; Румунія – 30%). У Барбадосі й Малайзії інформацію, яка засвідчує те, що інвестор має достатньо ресурсів для забезпечення своєї пропозиції, є обов'язковою. У Чехії така інформація не вимагається на регулярній основі, але може вимагатися регулятором в окремих випадках.

4.5 Можливість відкликання оголошеної тендерної пропозиції

Зазвичай, ініціатору тендерної пропозиції не дозволяється відкликати її. Певні винятки були виявлені, зокрема, в Аргентині, Барбадосі і Туреччині, де умовою тендеру є депонування певної кількості акцій, і де неможливість досягти цю кількість надає право ініціатору тендеру відкликати свою тендерну пропозицію. У Польщі відкликання тендерної пропозиції не дозволяється, якщо інший інвестор не оголошує тендерну пропозицію відносно тих же акцій. У Венесуелі відкликання тендерної пропозиції дозволяється у таких випадках: 1) до першого дня пропозиції пропозиція є відкритою у будь-який час просто шляхом відповідного сповіщення регулятора і фондової біржі; 2) з 1-го дня до 3-го дня до закриття пропозиції шляхом відповідного сповіщення регулятора, і коли виконуються певні конкретні умови; 3) до проведення розрахунку за операцією, якщо антимонопольним органом прийнято рішення про заборону завершення тендеру. У деяких юрисдикціях чітко дозволяється ініціатору тендеру змінювати умови тендерної пропозиції.

4.6 Встановлення ціни покупця у тендерній пропозиції

Загалом, дослідженими регуляторними базами передбачається, що ціна, запропонована за акції в обігу у межах тендерної пропозиції, має бути справедливою і рівною для всіх власників акцій у певній категорії. Зокрема, було виявлено наступні три способи встановлення ціни покупця у тендерній пропозиції:

- (а) запропонована ціна на акції має бути принаймні рівною середній ціні відповідних акцій за конкретний період часу (Барбадос – ринкова ціна акцій у момент ініціювання тендерної пропозиції; В'єтнам – ціна закриття у день, що передує дню ініціювання пропозиції; Аргентина – середня ціна акцій протягом

попереднього семестру; Венесуела – середня ціна акцій протягом 6-місячного періоду перед тендером);

- (б) ціна покупця має принаймні дорівнювати найвищій ціні, сплаченій за ті ж самі цінні папери ініціатором тендерної пропозиції впродовж конкретного періоду часу перед оголошенням тендерної пропозиції (Південна Африка – 3 місяці; Таїланд – 90 днів; Туреччина – 3 місяці; Македонія, Малайзія – 6 місяців; Хорватія, Литва, Шрі-Ланка – 12 місяців);
- (в) змішана ціна, за якою вибирається найвища ціна з двох вищезазначених способів (Єгипет, Болгарія, Чехія, Угорщина, Румунія, Китай, Польща).

Жодних обмежень щодо ціни покупця не було виявлено в Кореї, Маврикії, Нігерії, Омані, Китайському Тайбеї та Уругваї.

4.7 Вимоги стосовно ціни, що сплачується інвестором після завершення приєднання компанії, і випадки нерівноправного відношення до міноритарних акціонерів

Загалом, у досліджених регуляторних режимах не встановлюються вимоги щодо ціни, що сплачується інвестором за акції після завершення ним приєднання компанії. Проте, слід відмітити, що:

- (а) в Аргентині регуляторною базою передбачено, що ціна, яка сплачується за акції після завершення приєднання компанії, має бути справедливою;
- (б) в Бразилії існують певні вимоги стосовно ціни, яку інвестор сплачує після того, як він завершив приєднання компанії;
- (в) в Болгарії будь-яка особа, що придбаває безпосередньо, через пов'язаних осіб або опосередковано більш ніж 90 відсотків голосів на загальних зборах публічної компанії, має право реєстрації тендерної пропозиції на придбання акцій інших акціонерів. Крім цього, будь-яка особа, яка придбаває більше 90 відсотків голосів публічної компанії, зобов'язана придбати акції кожного акціонера, що залишився, за вимогою до оприлюднення тендера, а також впродовж 14 днів після дати його закриття. Ціна, яка сплачується в обох випадках, керується загальним принципом, що не повинно бути нерівноправного відношення до міноритарних акціонерів;
- (г) регуляторною базою Чехії передбачається відносно довгий строк, що надає можливість акціонерам скористатися їх правами щодо прийняття пропозиції про приєднання компанії. Протягом періоду, коли тендерна пропозиція є обов'язковою для виконання, ініціатор і особи, що діють спільно з ним, не повинні придбавати або відчужувати опціони на відповідні цінні папери відповідної

компанії або заключати угоди про майбутні контракти на відчуження відповідних цінних паперів. Основною метою таких правил є забезпечення рівноправного відношення до всіх акціонерів, зокрема, міноритарних акціонерів, які мають ідентичні взаємозамінні цінні папери. Якщо акціонери хочуть продати свої акції після закінчення тендеру на приєднання компанії, вони можуть зробити це за ринковою ціною;

- (д) в Єгипті регулятор цінних паперів має повноваження щодо призупинення дії рішень загальних зборів компанії, якщо визначено, що вони є несправедливо сприятливими для певної групи акціонерів;
- (е) в Індії, якщо інвестор, який завершив публічну пропозицію, хоче додатково придбати акції, він не може придбати їх за ціною, вищою за ціну пропозиції, протягом наступних 6 місяців;
- (є) у Литві, якщо особа, яка завершила тендерну пропозицію, згодом придбає відповідні акції за ціною, вищою за ціну пропозиції, протягом наступних 12 місяців, він має сплатити цінову різницю особам, які прийняли тендерну пропозицію;
- (ж) у Шрі-Ланці ціна, яка має бути сплачена акціонеріві, коли робиться обов'язкова пропозиція, є ціною, що не є нижчою за найвищу ціну, сплачену інвестором і особами, що діють спільно з ним, за акції цього класу впродовж попередніх дванадцяти місяців;
- (з) у Китайському Тайбеї ціна, яка сплачується безпосередньо після приєднання компанії, не може відрізнитися від ціни, пропонованої під час дії пропозиції про приєднання;
- (и) у Таїланді ціна, яка сплачується протягом 6-місячного періоду після закриття тендерної пропозиції, не може бути вищою за ціну, зазначену у тендерному документі;
- (і) у Венесуелі ініціатор тендерної пропозиції має включити до звіту, поданого до регулятора, звернення до будь-якої особи, яка продала акції, еквівалентні більш ніж 2% капіталу компанії, впродовж 6-місячного періоду до початкової дати пропозиції, у якому говориться, що ініціатор пропонує заплатити різницю між ціною, за якою акціонер продав свої акції, і ціною, запропованою відповідно до пропозиції.

5. Чому існує необхідність регулювання пропозицій про приєднання компанії, і якого досвіду набуто у цій сфері

5.1 Підстави для запровадження регулювання

Дослідження дозволило виявити низку причин запровадження регулювання приєднань компаній. Зокрема:

- (а) У Пакистані регулювання приєднань компаній було запроваджене з метою забезпечення справедливого і рівноправного ставлення до всіх акціонерів і прозорості та ефективної системи здійснення придбання істотних пакетів акцій з правом голосу і приєднання компаній, включених до лістингу.
- (б) В Єгипті розкриття інформації будь-якою особою, яка бажає укласти трансакцію, що призведе до збільшення її частки акцій понад поріг у 10% від номінальної вартості капіталу компанії, спрямовується на інформування дрібних акціонерів про цю суттєву подію, яка може вплинути на ціну їх акцій, а також на керівництво компанії. Така інформація допоможе дрібному акціонеру вирішити, що він хоче зробити зі своїм пакетом акцій.
- (в) В Йордані підставою для регулювання приєднання компаній є забезпечення справедливого і рівноправного ставлення до всіх інвесторів і покращення прозорості ринку за допомогою розкриття всієї суттєвої інформації, що впливає з істотних пакетів акцій у власності або з придбання акцій компаній, які включені до лістингу.
- (г) У Туреччині метою регулювання є забезпечення справедливого і прозорого функціонування ринку капіталів завдяки наданню своєчасної інформації інвесторам, акціонерам та іншим зацікавленим особам. Ключовим принципом є той, що суттєва інформація, яка може впливати на інвестиційні рішення інвесторів і на ціни інструментів ринку капіталу, має розкриватися. Зміна структури капіталу і контролю над публічними компаніями є однією з суттєвих подій, що вимагають публічного розкриття. Важливою ціллю регулювання приєднання компаній є надання акціонеру права продажу своїх акцій компанії (за більш сприятливими цінами), якщо його не влаштує нова особа, яка здобуде контроль над компанією, акціями якої він володіє.
- (д) У Литві регулятор має право встановлювати загальні випадки винятків з обов'язку щодо оголошення обов'язкової тендерної пропозиції, якщо вимога щодо оголошення тендерної пропозиції є несправедливою, недоцільною або суперечить інтересам ринку.
- (е) У Шрі-Ланці підставою для прийняття кодексу про приєднання і злиття є створення системи правил, які надають можливість сприяти і забезпечувати приєднання компаній без порушення прав акціонерів, яким би дрібним не був їх пакет акцій у компанії. Запроваджено конкретний процес, включаючи своєчасне його дотримання, яке найчастіше є обов'язковим, з метою забезпечення рівноправного і однакового доступу до інформації, яка є суттєвою для акціонерів відповідної компанії та інших зацікавлених осіб,

включи зацікавлених у поданні конкурентних пропозицій для відповідної компанії.

(є) В Індії регуляторна база щодо приєднань компаній забезпечує прозорість процедури придбання акцій у процесі приєднання компанії і захищає інтереси інвесторів завдяки запровадженню елементу справедливості між різними задіяними сторонами. В основі регулювання лежать такі принципи:

- Рівноправне ставлення і можливості для всіх акціонерів.
- Захист інтересів акціонерів.
- Справедливе і правдиве розкриття всієї суттєвої інформації ініціатором в усіх публічних повідомленнях і тендерних документах.
- Ініціатор та інші сторони пропозиції не можуть надавати інформацію виключно одній групі акціонерів.
- Наявність достатнього часу для прийняття обґрунтованих рішень акціонерами.
- Пропозиція оголошується лише після найретельнішого й відповідального розгляду цього питання.
- Покупець та всі інші посередники, професійно задіяні у пропозиції, мають дотримуватися найвищих стандартів ретельності й точності при підготовці тендерних документів.
- Визнання всіма особами, пов'язаними з процесом придбання істотного пакету акцій, того, що неминучими є обмеження щодо їх свободи дій і щодо способу, в який реалізація їх інтересів може бути здійснена протягом періоду дії пропозиції.
- Всі сторони пропозиції утримуються від створення фальсифікованого ринку цінних паперів відповідної компанії.
- Відповідна компанія не може здійснювати заходи щодо перешкоджання реалізації пропозиції без дозволу акціонерів.

(ж) У Південній Африці регулювання приєднань компаній спрямоване на захист міноритарних акціонерів і, серед інших, включає наступні цілі:

- Рівноправність всіх акціонерів під час приєднання.
- Повне або детальне і своєчасне розкриття інформації стосовно приєднання.
- Уникнення оманливої інформації під час приєднання.
- Уникнення створення фальсифікованих ринків під час приєднання.
- Інформація, що надається міноритарним акціонерам, має відповідати найвищим стандартам і бути достовірною.
- Уникнення конфлікту інтересів директорами компаній під час приєднання.
- Не дозволяється дискримінація міноритарних акціонерів, зміна контролю має здійснюватись добросовісно.

5.2 Набутий досвід застосування нормативних актів щодо приєднання компаній

У Пакистані відповідне законодавство було прийняте у 2002 році. З того часу ринок став свідком 13 випадків приєднання компаній. Тепер зроблено висновок, що необхідно сформулювати певні додаткові конкретні норми, зокрема, стосовно змісту інформації, яка має публічно розкриватись, і характеру забезпечення, яке має надаватися ініціатором для виконання його зобов'язань.

В Єгипті, якщо особа пропонує придбати більш ніж 10% акцій компанії, включеної у лістинг, у межах однієї транзакції без дотримання нормативних актів щодо приєднання компаній, фондова біржа не дозволяє виконання цієї транзакції. Якщо особа здійснює транзакцію, яка призводить до того, що її частка перевищує 10% акцій компанії, з порушенням нормативних актів щодо приєднання компаній, по такій транзакції проводиться розрахунок у клірингово-розрахунковій палаті. Будь-який продавець (третя сторона) отримує кошти за свої акції, але порушник має продати будь-які акції, які він придбав з порушенням закону. Отже, третій стороні не завдається жодної шкоди. Виявлено, що інколи ціна акції є високою через премію за приєднання, і рівень цін за поточними транзакціями має схильність до зростання до рівня, еквівалентного ціні пропозиції. Якщо основний акціонер(и) не реагує на пропозицію, ціни зазвичай повертаються до цінового рівня, що мав місце до пропозиції. Також виявлено, що, якщо пропозиція ініціатора становить близько 51% відповідної фірми, і деякі акції знаходяться у державній власності, покупець-претендент має схильність до придбання всіх акцій, що перебувають у власності держави, і лише частини акцій, що перебувають у власності приватного сектора. Також виявлено, що, якщо покупець-претендент робить пропозицію на 75% або більше емітованих акцій відповідної компанії, акції компанії мають тенденцію до втрати ліквідності на ринку.

У Туреччині протягом періоду 1997-2005 р.р. державний регулятор цінних паперів затвердив приблизно 30 обов'язкових тендерних пропозицій. Протягом того ж періоду було також затверджено приблизно 120 звільнень від режиму обов'язкової тендерної пропозиції. Це говорить про те, що на турецькому ринку капіталу придбання акцій і прав голосу певних компаній зазвичай відбувається з наданням пільг через конкретні причини. Виявлено, що норми стосовно звільнення від режиму обов'язкового тендеру зазвичай не призводять до спотворення ринку. Проте, спостерігалось певне спотворення цін разом з низкою інших труднощів. Відповідне дослідження у даний час проводиться регулятором з метою усунення будь-якої потенційної дискримінації дрібних акціонерів.

У В'єтнамі ринок цінних паперів є відносно молодим, і його діяльність є все ще нерозвиненою. Ще не проводилося жодних операцій приєднання компаній, але існуюча чинна регуляторна база щодо приєднання компаній виявилася надто складною.

У Шрі-Ланці регулятор мав труднощі із здійсненням ефективних заходів для забезпечення відповідності нормам. Однією з частих проблем, що виникають, є ситуація, коли акціями компанії, що включена до лістингу, володіють

опосередковано через володіння компанією, яка не включена до лістингу. Чинна регуляторна база щодо цінних паперів охоплює лише приєднання, в яких задіяна компанія, включена до лістингу. Це серйозний недолік, і пропонується його усунути. Ще однією серйозною причиною для занепокоєння є відсутність адміністративних заходів, таких як накладання штрафів, відкликання права голосу тощо, які можна було б застосувати до винної сторони. Відповідно до чинного закону про цінні папери регулятор цінних паперів зобов'язаний переслідувати винну сторону у судовому порядку. Передбачається, що запровадження адміністративних заходів дозволить застосовувати проміжні санкції у якості альтернативи судовому переслідуванню, яке є дорогим і довготривалим. Це також пропонується усунути найближчим часом через внесення змін до законодавства.

У Південній Африці застосування регулювання приєднань компаній загалом є успішним. З часу опублікування закону, за яким було створено Раду з регулювання цінних паперів, у 1989 році Рада була змушена звернутися до суду лише один раз у 2003 році. Справа все ще розглядається у суді. Рада вважає обов'язковим, щоб її нормативні акти не відставали від змін на місцевому і міжнародних ринках. З цією метою Рада намагається запроваджувати найкращу практику з усього світу. Вона вже розпочала процес перегляду своїх нормативних актів для врахування цих змін.

6. Питання, які необхідно вирішити

6.1 Проблеми, що виникли із застосуванням нормативних актів щодо приєднання компаній

Звичайними проблемами, з якими стикаються державні органи в досліджених юрисдикціях відносно застосування нормативних актів щодо приєднання компаній, є наступні: недотримання ринкових правил, свідчення про спільні дії, неадекватність існуючих нормативних актів, недостатня обізнаність інвесторів у питаннях приєднання компаній, участь офшорних компаній. Далі представлено перелік конкретних питань, виявлених у деяких юрисдикціях:

- (а) розділення інвесторів на тих, що володіють акціями, які торгуються, і тих, що володіють акціями, які не торгуються (Китай);
- (б) визначення адекватної ціни (Чехія);
- (в) акціонери, яких репрезентують номінальні власники (Угорщина);
- (г) недостатні покарання за недотримання вимог (Індія);
- (д) приєднання компаній проводяться інвестиційними фондами й іноземцями (Корея);
- (е) дефініція “контролю” (Малайзія);
- (є) транскордонні проблеми, коли ініціатором є іноземний інвестор (Нігерія);
- (ж) питання строків (Філіппіни);
- (з) контрпропозиції на ті ж самі цінні папери (Румунія);

- (и) незадовільне інформування про діяльність щодо приєднання компаній і відсутність гнучкості у процесі регулювання приєднання компаній (Південна Африка);
- (і) виявлення груп капіталу (Китайський Тайбей);
- (ї) обсяг інформації, який можна запитати у інвестора для повного інформування ринку (Венесуела).

6.2 Організація навчального семінару з питань приєднання компаній

Більшість з опитаних членів ЕМС зазначили, що вони позитивно ставляться до організації навчального семінару з питань приєднання компаній. Деякими з питань, що можуть бути висвітлені, є:

- (а) свідчення про спільні дії;
- (б) виявлення дій, спільних з офшорними компаніями;
- (в) визначення найнижчої ціни приєднання;
- (г) покращення регулювання;
- (д) ворожі публічні пропозиції;
- (е) конкурентні пропозиції;
- (є) санкції;
- (ж) міжнародна співпраця по тендерних пропозиціях;
- (з) захист міноритарних акціонерів;
- (и) запобігання інсайдерській торгівлі;
- (і) стратегії застосування заходів впливу;
- (ї) злиття;
- (й) учбові приклади;
- (к) спеціалізоване навчання персоналу з питань приєднання компаній;
- (л) зворотне приєднання компаній;
- (м) роль керівництва компанії, що приєднується;
- (н) переваги регулювання приєднання компаній;
- (о) порівняння різних регуляторних режимів.

Висновок

Аналіз, представлений у цьому звіті, базується на детальному дослідженні низки членів ЕМС. Він чітко демонструє, що має місце певна загальна схожість багатьох з досліджених чинних режимів регулювання приєднання компаній. У той же час, у кількох юрисдикціях розроблено унікальні регуляторні рішення щодо конкретних питань, пов'язаних з приєднанням компаній. У цьому звіті описуються деякі з них у резюмованій формі у Частині I, а у Частині II представлено додаткову інформацію у вигляді викладення детальних відповідей, наданих респондентами – членами ЕМС. Тому, цей звіт може стати корисним довідковим джерелом для будь-якого регулятора цінних паперів, який розглядає питання ініціювання перегляду існуючого режиму регулювання приєднання компаній. Більшість з опитаних членів ЕМС зазначили, що вони позитивно ставляться до організації у майбутньому навчального семінару з питань приєднання компаній.

Частина II
(Відповіді на опитування)

Албанія
Аргентина
Барбадос
Болівія
Бразилія
Болгарія
Китай
Хорватія
Чехія
Єгипет
Угорщина
Індія
Йорданія
Корея
Литва
Македонія
Малайзія
Мальта
Маврикій
Нігерія
Оман
Пакистан
Філіппіни
Польща
Словенія
Південна Африка
Шрі-Ланка
Китайський Тайбей
Таїланд
Туреччина
Уругвай
Венесуела
В'єтнам