

*А. Єфименко*, кандидат юридичних наук,  
докторант Інституту міжнародних від-  
носин Київського національного універ-  
ситету імені Тараса Шевченка

## **Регулювання поглинань в Україні, конфлікт теорії та закону**

Далеко не відразу законодавці різних країн усвідомлювали необхідність регулювання такого складного явища, яким є поглинання. Природа правового регулювання є такою, що майже завжди законодавець намагається формалізувати або змінити вже існуючу в економіці практику. Саме регулювання поглинань є показовим прикладом підтвердження цієї тези. На превеликий жаль, регулювання поглинань в українському законодавстві та практиці, крім попередньої тези, демонструє також справедливість іншої тези, яка вже належить до специфіки розвитку національного законодавства, а саме відсутність чіткої теоретичної основи національного корпоративного права, його внутрішня суперечливість, концептуальний дуалізм викликає до життя небезпечні ілюзії та химери, які мають небагато спільного із явищем, що лягло в основу появи того чи іншого правового інституту. Це призводить до того, що інколи український законодавець намагається вирішувати дуже специфічні проблеми формально, копіюючи норми іноземного законодавства, орієнтуючись переважно на зовнішню схожість формулювань без розуміння специфіки проблеми, призначення цих норм та особливостей їх застосування.

Україна, на нашу думку, перебуває на переламному етапі розвитку свого корпоративного законодавства та інституту регулювання поглинання зокрема. Зараз в українському законодавстві відсутній формальний термін поглинання, що в певному сенсі можна вважати досягненням, оскільки його помилкове застосування в Положенні про холдингові компанії, затверджене Указом Президента України від 11 квітня 1994 р., як це відбувалося із багатьма запозиченими з іноземного законодавства термінами, викликало хвилю спекуляцій та плутанини щодо змісту, який повинен вкладатися в цей термін. Річ у тім, що Положення оперувало термінами «пакет акцій», «господарюючий суб'єкт», «холдингова компанія», «дочірнє підприємство», які

фактично перебувають у різних системах координат, представляючи несумісні між собою системи юридичних осіб за цивільним та господарським правом. Потім цей термін став асоціюватися із захопленням контролю, причому захопленням контролю переважно протиправними методами — так званім «рейдерством», яке з поглинаннями у загальноприйнятому в законодавстві розвинутих країн сенсі не має майже нічого спільного. Саме визначення поглинання через контроль призвело багатьох українських і російських дослідників до дивних, на нашу думку, висновків щодо концептуального взаємозв'язку між поглинанням та злиттям. Так, навіть досліджуючи право компаній ЄС, російська вчена О. А. Дубовицька зробила дивний, як для спеціаліста, обізнаного з іноземним досвідом та законодавчою практикою, висновок про різницю між «юридичним» та «фактичним» злиттям, маючи на увазі поглинання як «фактичне» злиття<sup>1</sup>. Подібні думки висловлюють також інші російські вчені, зокрема Д. В. Жданов<sup>2</sup>, який є визнаним фахівцем з реорганізації і відповідно сприймає інші інститути саме крізь призму своєї спеціалізації, М. Г. Іонцев, який визначив поглинання саме як встановлення повного контролю «як в юридичному, так і у фізичному сенсі»<sup>3</sup>, та ін.

Не оминули екзотичних підходів у розумінні поглинання і українські дослідники. В. М. Кравчук фактично ставить знак рівності між поняттями поглинання та контролю<sup>4</sup>. В. В. Самойленко, який виділив поглинання у вузькому (приєднання) та широкому (встановлення контролю) сенсі<sup>5</sup>. І. В. Спасибо-Фатеева, яка ототожнила поглинання із протиправним захопленням контролю (рейдерством), а «вороже поглинання» охарактеризувала як серйозний кримінальний злочин<sup>6</sup>.

Причиною цього, на нашу думку, є декілька досить специфічних факторів.

<sup>1</sup> Дубовицькая, Е. А. Европейское корпоративное право: Свобода перемещения компаний в Договоре о ЕС и в практике Европейского сообщества / Е. А. Дубовицькая. — М., 2004. — С. 128.

<sup>2</sup> Жданов, Д. В. Реорганизация акционерных обществ в Российской Федерации / Д. В. Жданов. — М., 2002. — С. 47.

<sup>3</sup> Іонцев, М. Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмейл / М. Г. Іонцев. — М., 2006. — С. 8.

<sup>4</sup> Кравчук, В. М. Корпоративне право : наук.-практ. комент. законодавства та суд. практики / В. М. Кравчук. — К., 2005. — С. 661.

<sup>5</sup> Samoylenko, V. Mergers & Acquisitions in Ukraine / V. Samoylenko // The Ukrainian Journal of Business Law. — 2006. — September. — С. 14.

<sup>6</sup> Спасибо-Фатеева, І. В. Загрозливий поступ рейдера / І. В. Спасибо-Фатеева // Юрид. радник. — 2008. — № 2 (22).

По-перше, у зв'язку із перервою у розвитку регулювання корпорацій та цінних паперів, що мала місце протягом 70 років існування СРСР, та особливостями формування національних наукових шкіл, схильних більше до ретроспективної орієнтації на думку визнаних авторитетів, аніж на прагматичне правове осмислення економічних явищ сьогодення, багато дослідників формують свої погляди щодо доктрини корпоративного права на підставі аналізу праць відомих російських вчених кінця XIX та початку XX ст. — І. Т. Тарасова, П. П. Цитовича, А. І. Камінки або М. І. Кулагіна, який аналізував сучасне йому американське корпоративне право (1960-х рр.), багато в чому оцінюючи його кризь призму поглядів дореволюційної російської цивілістики. Так, це дійсно високоосвічені та талановиті вчені, заслуга яких, у нашому розумінні, полягала переважно в рішучому розриві із тогочасними застарілими поглядами на користь прагматичного аналізу комерційної практики. Вони дійсно набагато випередили свій час, пропонуючи на той час революційні ідеї щодо регулювання корпоративних відносин, але це був час становлення корпоративного права, інститут реорганізації (злиття/фузії) акціонерних товариств лише перебував у стадії формування, тоді як дуже небагато «провидців» намагалися лише сформулювати проблеми, що виникають при зміні контролю над акціонерним товариством унаслідок придбання контрольного пакета його акцій.

По-друге, не додає чіткості до розуміння такого доволі складного явища, як поглинання, існуючий в Україні дуалізм концепцій «юридичної особи» та «суб'єкта господарювання», що знайшов своє вираження у конфлікті норм Цивільного та Господарського кодексів, але своїм корінням сягає світоглядного конфлікту між Цивільним та Господарським правом, який окреслився ще у СРСР у 50–60-ті рр. XX ст.

По-третє, багато дослідників потерпають від обмежень щодо доступу до іноземних наукових джерел та практик, спричинених як мовним бар'єром, так і незначною кількістю перекладених наукових праць, не можна також не враховувати вплив психологічного фактора, пов'язаного з укоріненням певних стереотипів і неможливістю їх критичної переоцінки та сприйняття ідей, заснованих на зовсім інших стереотипах<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Є серед українських вчених і такі, що дотримуються загальноновизнаного у світі розуміння механізму «поглинання» (О. Р. Кібенко, О. В. Єтокова, О. В. Зав'ялова, В. Рябота), які орієнтуються у своїх дослідженнях на вивчення іноземного досвіду, однак більшість вітчизняних дослідників, вихованих на традиціях позитивізму, надають перевагу пошуку прихованого змісту виключно у вітчизняному законодавстві, спираючись на аналіз актів, ухвалених у період законодавчої лихоманки початку та середини 90-х рр. попереднього сторіччя, у яких запозичення з іноземного права часто-густо набували невластивого їм змісту.

По-четверте, колосальний дезорієнтуючий вплив на з'ясування природи такого явища, як поглинання та визначення сфери відносин, що підлягають регулюванню, справило таке негативне явище, як «рейдерство», для окреслення якого безпідставно використовується термінологія, запозичена з іноземної практики поглинань. Насправді вирішення проблеми такого унікального українського явища, як «рейдерство», полягає переважно не в інститутах корпоративного права, певні вади яких і застосовуються для протиправного захоплення контролю над юридичною особою<sup>1</sup>, а у відсутності належної правової культури та необхідних знань в українському судовому корпусі, відсутності практики притягнення до відповідальності суддів та інших державних службовців за завдану шкоду, у технологічній недосконалості в діяльності інституцій, що здійснюють реєстрацію прав на ті чи інші об'єкти. У той же час ми впевнені, що належне регулювання поглинання акціонерних товариств здатне значно поліпшити ситуацію із «рейдерськими» захопленнями через надання чітких орієнтирів щодо природи поглинання та позбавлення «рейдерства» тієї ілюзії легітимності, яка досягається через використання понятійного апарату, що належить до регулювання поглинань.

Втім, на нашу думку, зв'язок між поняттями «контроль», «поглинання» та «злиття» є доволі обмеженим, але чітким.

«Поглинання» (take-over) є одним із способів отримання контролю, який є характерним лише для акціонерних товариств із достатньо розпорошеним акціонерним капіталом. Він полягає у придбанні великого пакета акцій на організованому ринку цінних паперів або поза ним. Головною метою правового регулювання поглинань є забезпечення захисту прав та інтересів дрібних акціонерів від егоїстичних дій чинного керівництва акціонерного товариства, окремих акціонерів та особи, що намагається або вже отримала контроль над товариством. Також дуже важливим є підтримання певного балансу між інтересами чинного керівництва та поглинача, забезпечивши поглинача реальною можливістю зробити акціонерам пропозицію про продаж акцій, а чинному керівництву захистити інтереси акціонерів, якщо пропозиція буде ним кваліфікована як така, що не відповідає інтересам акціонерів.

Існує багато визначень «контролю», але в основі своїй вони передбачають наявність можливості в однієї особи (або групи пов'язаних осіб) справляти визначальний вплив на прийняття управлінських рі-

<sup>1</sup> Дійсно, акціонерні товариства є головними, але далеко не єдиними жертвами рейдерських захоплень.

шень. Засоби досягнення контролю можуть відрізнятися, контроль може бути досягнутий через укладення угоди про підпорядкування, шляхом формування більшості персонального складу органів управління однієї юридичної особи, особами, що є пов'язані з іншою юридичною (чи фізичною) особою, поширеною в Україні є практика підкупу, залякування та шантажу посадових осіб органів управління. «Контроль» у контексті «поглинання» має певні специфічні риси, оскільки він розглядається як презумпція, що впливає з юридичного факту придбання певного розміру пакета голосуючих акцій акціонерного товариства (із великою кількістю акціонерів/публічної компанії). При цьому, визначаючи розмір пакета акцій, який презюмує наявність контролю, законодавець переважної більшості країн враховує фактор пасивності багатьох дрібних акціонерів і встановлює його на рівні, значно нижчому за формальний, який гарантує ухвалення потрібного рішення в умовах участі в загальних зборах всіх без винятку акціонерів — власників голосуючих акцій (що насправді у товариствах із розпорошеним капіталом ніколи не відбувається).

Важливе місце в законодавстві про поглинання відводиться іншому розумінню контролю, яке зосереджується на забезпеченні можливості для особи, що придбала пакет акцій, який презюмує наявність контролю, реальну можливість швидко та без перешкод «конвертувати» «номінальний» контроль, пов'язаний із володінням великим пакетом акцій, у «реальний» контроль, заповнивши посади в органах управління акціонерним товариством лояльними до себе особами.

Зв'язок між «злиттям» та «поглинанням» є менш очевидним, але цілком реальним. У багатьох випадках злиття (приєднання) корпорації-цілі та корпорації-поглинача є логічним продовженням поглинання, так званім «споживанням» (consuming) поглинання, коли поглинач намагається повною мірою скористатися плодами своїх зусиль і включити активи корпорації, над якою він набув контроль, до складу своїх активів із припиненням існування поглинутої корпорації де-юре. Певні складнощі викликають також випадки, коли різниця між злиттям (приєднанням) та поглинанням розмивається, це відбувається, коли в оплату за придбані акції корпорації-цілі корпорація-поглинач пропонує власні акції. Втім, розуміння різниці лежить у правовій природі цих двох явищ. Так, поглинання із оплатою акцій корпорації-цілі акціями корпорації поглинача має наслідком збереження, принаймні в найближчому майбутньому, корпорації-цілі як окремої юридичної особи, також законодавець зазвичай вимагає забезпечення акціонерам

корпорації—цілі альтернативної форми оплати — грошової. Для запобігання спробам замаскувати поглинання під злиття п. 1 ст. 3 Третьої Директиви з права компаній ЄС «Про злиття» встановлює обмеження, за яким обсяг грошових виплат, якими може супроводжуватись конвертація акцій при злитті, не може перевищувати 10 відсотків від номінальної або у випадку, якщо акції не мають номінальної вартості, балансової вартості акцій.

### **Економічні передумови виникнення правового механізму регулювання поглинань**

Із розвитком акціонерних корпорацій та «розпорошенням» акціонерного капіталу до рівня відсутності єдиного контролюючого акціонера чи організованої групи великих акціонерів виникла проблема скуповування акцій у дрібних акціонерів з метою сформувати великий (контролюючий) пакет та перехопити контроль над корпорацією. Сам факт встановлення контролю (поглинання) не повинен нести в собі негативної конотації. В іноземній практиці, на відміну від стереотипів, що склалися в Україні, поглинання не є чимось небезпечним або злочинним. Акціонери публічних корпорацій продають свої акції особі, що здійснює поглинання, цілком добровільно, керуючись оцінкою привабливості ціни на акції, запропонованої поглиначем, та оцінкою перспектив прибутковості корпорації під керівництвом чинного менеджменту. Особа, що намагається купити великий пакет, досить часто виплачує значні «премії» до ринкової ціни акцій, які свідчать про намір поглинача отримати вищі прибутки за рахунок більш ефективного використання активів корпорації та одночасно про некомпетентність існуючого керівництва. Таким чином, ефективно вирішується проблема колективних дій великої маси дрібних та неорганізованих акціонерів, які майже не мають шансів замінити неефективний менеджмент, особливо такий, що знайшов «спільну мову» із неефективною наглядовою радою. Також слід згадати, що поглинання надає унікальну можливість прискорити впровадження нових прогресивних технологій, винаходів та ідей, оскільки дозволяє в умовах розвинутого ринку цінних паперів не витратити час на будівництво нових виробничих потужностей (що може зайняти кілька років), а дуже швидко отримати контроль над вже існуючим підприємством потрібного профілю, навіть попри все небажання його менеджерів залишати свої «насаджені місця». Інакше кажучи, одним із головних фундаменталь-

них принципів ринкової економіки є принцип тяжіння активів до суб'єктів, що можуть розпорядитися ними найбільш ефективно, наявність механізму поглинання дозволяє значно прискорити, полегшити та здешевити процес пошуку активами найбільш ефективного господаря, не доводячи справу до банкрутства корпорації.

Але крім незаперечних переваг і значного позитивного впливу на макроекономічну ситуацію, як і інші потужні інструменти, поглинання без належних законодавчих запобіжників несуть в собі великий руйнівний потенціал. Так, поглинання можуть бути використані як засіб недобросовісної конкуренції, без належних механізмів захисту прав акціонерів меншості поглинання надає широкі можливості для зловживань та експропріації акціонерів, адже викупивши в кращому разі половину акцій корпорації, можна отримати повний контроль над усіма її активами, а потім, використовуючи її кошти, розбудувати піраміду контролю. В Україні під час ваучерної приватизації були непоодинокими випадки, коли контрольні пакети акцій придбавалися за заниженими цінами особами, що не мали ані досвіду, ані бажання управляти виробництвом, що призводило до ліквідації цілком життєздатних підприємств задля швидкого отримання такими особами легких прибутків через продаж обладнання захоплених підприємств як металобрухт. Також процеси поглинання дуже швидко виявили уразливість акціонерів, які купували акції корпорації, спираючись на репутацію її менеджерів та певну комерційну стратегію (наприклад, стабільну дивідендну політику), тоді як поглинання неминуче призводило до заміни менеджменту та перегляду стратегії розвитку корпорації. Однак найбільшу небезпеку, яка загрожує ефективному функціонуванню ринку цінних паперів, становлять нескладні, але дуже небезпечні техніки маніпулювання ціною акцій при їх скуповуванні та створення паніки серед дрібних акціонерів, засновані на проблемі колективних дій неорганізованих дрібних акціонерів та класичній «дилемі ув'язнених» (prisoners dilemma), коли невпевненість у діях інших акціонерів та страх опинитися останніми в черзі на мінімальні поступки з боку особи, що здійснює поглинання, призводить до паніки і змушує акціонерів погоджуватись на відверто не вигідні пропозиції. За відсутності чітких та дієвих захисних механізмів поглиначі рідко втрачали шанс маніпулювати ціною акцій корпорації-цілі на ринку, а дрібні акціонери виявлялися практично безпорадними перед досконалими техніками маніпулювань. Слід також згадати, що поява контролюючого акціонера різко збільшувала ризик перерозподілу ним

на свою користь фінансових потоків корпорації-жертви та експропріації міноритарних акціонерів.

На превеликий жаль, за дуже схожих обставин, включно із численними IPO цінних паперів українських акціонерних товариств на іноземних біржах, бурхливим зростанням обсягів торгів на фондовому ринку та гучними корпоративними скандалами, пов'язаними із протиправним захопленням контролю над різними юридичними особами (переважно — акціонерними товариствами), український законодавець надав перевагу саме номінальному регулюванню поглинань, встановивши норми, які навряд чи дозволять досягти позитивного ефекту від регулювання, оскільки практично не мають шансів на застосування.

Втім, значним досягненням українського законодавства можна вважати вже те, що законодавець, попри численні спекуляції стосовно протиправності поглинань та «рейдерських» захоплень, недвозначно визначив предмет регулювання як відносини, що виникають при придбанні великого пакета акцій, щодо якого встановлюється презумпція забезпечення контролю. Саме таким чином може тлумачитися розд. XI Закону України «Про акціонерні товариства» від 17 вересня 2009 р., який має назву «Придбання значного та контрольного пакета акцій акціонерного товариства». Незважаючи на те що в чинному законодавстві відсутній офіційний термін «поглинання», положення розд. XI можна вважати зародком українського законодавства про поглинання.

Однак ми не поділяємо оптимізму деяких експертів, які заявляють про досягнення відповідності українського законодавства вимогам Тринадцятої Директиви ЄС «Про пропозиції про поглинання»<sup>1</sup>. Дійсно, у положеннях ст. 64 та ст. 65, з яких складається розд. XI, можна побачити механізми, схожі на механізми, передбачені Тринадцятою Директивою, насамперед механізм обов'язкової пропозиції (Mandatory bid), однак ця схожість за формою не означає схожості за суттю. Фрагментарність норм, їх недосконалість, а головне встановлення відверто завищеного розміру для визначення контрольного пакета акцій, який запускає механізм обов'язкової пропозиції, надійно забезпечують виключно теоретичну цінність норм розд. XI.

Узагалі в ході роботи над проектом норми розд. XI «Придбання значного та контрольного пакета акцій акціонерного товариства» за-

<sup>1</sup> Саме таке враження склалося у присутніх під час виступу бельгійського експерта Бернара Спінуа на круглому столі «Аналіз розбіжностей законодавства України з Директивами ЄС щодо ринків капіталу (за виключенням ДРФІ)», що відбувся в Києві 3 лютого 2009 р.



знали зміни термінології та скорочення. Так, проект Закону «Про акціонерні товариства», затверджений парламентом у першому читанні 15.05.2008 р., для визначення пакета акцій, придбання якого презюмує отримання контролю, спочатку використовувався термін «значний» за аналогією із положеннями російського закону «Про акціонерні товариства», який застосовував саме цей термін для уникнення колізій щодо застосування терміна «контрольний» до пакета, який теоретично не є контрольним. Втім, на відміну від російського законодавця, український від самого початку орієнтувався саме на контроль де-юре, встановивши розмір «значного» пакета на рівні 50 відсотків голосуючих акцій. Однак у ході підготовки тексту проекту до другого читання проект зазнав концептуальних змін. Без сумніву, орієнтуючись на найкращі іноземні практики, народні обранці вирішили доповнити розділ аналогом «системи попереднього попередження», встановивши вимогу до особи, яка збирається придбати акції в кількості, що призведе до досягнення або перевищення належного цій особі (разом з її афілійованими особами) пакета розміром у 10 відсотків простих акцій, письмово повідомити про це саме акціонерне товариство, біржу, на якій акціонерне товариство перебуває в лістингу, Державну комісію з цінних паперів та зробити публікацію в офіційному друкованому органі (п. 1 ст. 64 Закону «Про акціонерні товариства»). Можна було б лише порадити, що ця норма узгоджується та підкріплюється вимогами ст. 39 та ст. 41 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок» щодо розкриття інформації про власників великих (10 % і більше) пакетів акцій. Втім, ефективність цих вимог суттєво послаблюється відсутністю практики встановлення афілійованості між формально незалежними юридичними особами. Але нищівного удару по цій нормі завдає той факт, що буквально її тлумачення приводить до висновку про те, що будь-які операції, які мають наслідком зміни у розмірі великих пакетів, повинні здійснюватись виключно із дотриманням процедури попереднього, за 30 днів, повідомлення. Така вимога є дуже обтяжливою і може створити надзвичайно високі ризики або взагалі унеможливити обіг акцій. Отже, у зв'язку із тим, що термін «значний» було закріплено за пакетом розміром 10 та більше відсотків простих акцій, виникла необхідність застосувати новий термін для визначення пакета, що встановлює презумпцію контролю, ним став «контрольний» пакет.

Правило нейтралітету (пасивності) наглядової ради та виконавчого органу компанії-цілі, передбачене Тринадцятою Директивою, транс-

формувалося у лаконічну норму «Товариство, значний пакет акцій якого придбавається, не має права вживати заходів з метою перешкоджання такому придбанню» (п. 2 ст. 64 Закону «Про акціонерні товариства»). На нашу думку, така лаконічність містить надзвичайно широкий простір для довільних тлумачень, тоді як ні ДКЦПФР, ні українські судді не мають ані належного авторитету, ані необхідної кваліфікації, щоб уникнути небезпеки перекручень і зберегти баланс інтересів між товариством та потенційним поглиначем. Отже, поки що можна зазначити, що правило «нейтралітету» в українському варіанті створює високі ризики для всіх учасників, і наперед вираховувати, позитивним чи негативним буде його вплив на практику корпоративних поглинань, неможливо.

Як ми вже зазначали, головним, що надає схожості механізму поглинання, який міститься в українському законі, з практикою європейських країн, є механізм обов'язкової пропозиції, який полягає в тому, що особа, яка (одноосібно або разом з афілійованими особами) придбала 50 або більше простих акцій товариства, протягом 20 днів з дати набуття акцій, щоб сформувати відповідний пакет, зобов'язана запропонувати іншим акціонерам товариства викупити їх акції. Пропозиція надсилається наглядовій раді товариства, яка зобов'язана протягом 10 днів довести її до відома акціонерів, копії інформації про пропозицію надсилаються ДКЦПФР, біржі, в лістингу якої перебувають акції відповідного товариства. Пропозиція не може бути відкликана, строк її дії повинен складати від 30 до 60 днів, виплати за викуплені поглиначем акції мають бути здійснені у 30-денний термін після завершення строку дії пропозиції.

На відміну від механізму поглинання, передбаченого Тринадцятою Директивою, положеннями українського закону виявились повністю проігнорованими такі стадії та механізми поглинання: формулювання єдиних умов тендерної пропозиції, можливість зміни умов пропозиції або відмови від висунення тендерної пропозиції, придбання пакета акцій, що надає контроль, можливість змінити умови тендерної пропозиції у зв'язку із появою конкуруючої пропозиції, можливість примусового викупу поглиначем акцій акціонерів, що залишилися, якщо їх частка не перевищує 5–10 відсотків, можливість акціонерів, що залишилися, якщо їх частка не перевищує 5–10 відсотків, вимагати обов'язкового викупу їх акцій.

Ми вже зазначали, що вимога висунення поглиначем тендерної пропозиції із однаковими для всіх продавців умовами (equal treatment)

має абсолютно логічні підстави та багато в чому є вигідною обом сторонам: і акціонерам, і поглиначу. За українським законом поглинач жодним чином не є обмеженим у методах та процедурах акумуляції «контрольного» пакета, що відкриває широкі можливості для зловживань та ринкових маніпуляцій. Втім, відмова від регулювання тендерної пропозиції позбавляє не тільки акціонерів товариства цілі, але й поглинача багатьох вигід, які забезпечувала б йому тендерна пропозиція. Поглинач неодмінно сам опиниться в ролі об'єкта маніпуляцій та потерпає від зловживань інсайдерською інформацією з боку фінансових посередників. Скуповування акцій товариства-цілі стане доволі ризикованим та непередбачуваним процесом. За відсутності правила «прориву» поглинач наражатиметься на небезпеку затягування конвертування свого права власності на великий пакет акцій цілі у представництво лояльних до себе осіб у складі органів товариства-цілі, високим є ризик спроб виведення попереднім керівництвом активів товариства-цілі, що з огляду на надзвичайно обмежену практику визнання угод недійсними та складності проведення реституції в Україні може стати значною проблемою.

Дуже важко наперед оцінити антипоглинальний ефект угод між акціонерами, укладення яких прямо дозволяється Законом «Про акціонерні товариства», але з огляду на поширену практику саме антипоглинального спрямування акціонерних угод в таких країнах Європи, як Франція, ФРН, Нідерланди, винахідливість українських юристів, відсутність правила «прориву», яке б обмежувало дію таких угод, відсутність жодних обмежень щодо укладення таких договорів, вони мають високі шанси стати нищівною зброєю проти поглинань і зупинити становлення ринку корпоративного контролю.

Незважаючи на те, що ст. 65 Закону містить основні елементи механізму обов'язкової пропозиції — пропозиція робиться всім акціонерам, умови пропозиції є рівними для всіх акціонерів — однак це не означає, що ці умови не будуть однаково несправедливими до акціонерів. Ані ДКЦПФР, ані українські біржі не мають ні достатнього досвіду, ні інструментарію, щоб ефективно запобігти маніпулюванню ринковими цінами, разом із можливістю для поглинача набути оперативного контролю над товариством, не перетинаючи межі офіційного «контрольного» пакета, можуть створити ситуацію диктування поглиначем штучно заниженої ціни викупу.

Втім абсурдності ситуації у разі класичного поглинання в західному стилі із придбанням великого пакета акцій через тендерну пропо-

зицію надає вимога п. 4. ст. 65 Закону «Про акціонерні товариства», яка передбачає визначення мінімальної ціни придбання (викупу) акцій при обов'язковій пропозиції наглядовою радою (незрозуміло якого товариства) відповідно до ч. 3 ст. 8 Закону «Про акціонерні товариства». Таким чином, не пізніше ніж через 20 днів з дати набуття «контрольного» пакета поглинач має запропонувати ціну викупу, яка не може бути нижчою за певну мінімальну («ринкову») ціну, що встановлюється або наглядовою радою поглинача (яка буде зацікавлена у її заниженні), або наглядовою радою товариства-цілі, яке за відсутності правила «прориву» добросовісний поглинач ніяким чином не встигне замінити на лояльне до себе і яке може зайняти деструктивну позицію, встановивши завищену ціну. Положення ст. 65 також не враховують того, що найвищою ціна на акції товариства-цілі буде на етапі придбання тієї невеликої кількості акцій, завдяки якій просто великий пакет акцій, що належить поглиначу, перетвориться на контрольний. Фактично особи, що продаватимуть свої акції напередодні формування контрольного пакета, і отримують (привласняють) більшу частину премії за контроль, тоді як після формування контрольного пакета неминучим є значне падіння ціни на акції товариства-цілі. Таким чином, норми Закону «Про акціонерні товариства» жодним чином не запобігають таким негативним явищам, як несправедливий розподіл премії за контроль та можливість наступного викупу акцій за суттєво заниженою ціною під тиском загрози експропріації міноритарних акціонерів поглиначем.

Але найбільшою проблемою ми вважаємо те, що встановлення розміру «контрольного» пакета на рівні 50 відсотків стимулюватиме саме недобросовісну поведінку поглиначів, яким для набуття оперативного контролю над товариством буде цілком достатньо придбати пакет у 30–40 відсотків простих акцій та уникнути обов'язку здійснити обов'язкову пропозицію акціонерам, що залишилися, та, захопивши оперативний контроль над товариством, вдатися до виведення активів чи розмивання часток міноритаріїв.

Ми вважаємо за потрібне наголосити на необхідності запровадження механізмів «витіснення» (squeeze-out) та «примусового продажу» (sell-out) найближчим часом. Ці механізми є чи не єдиним легітимним шляхом подолання негативних наслідків масової приватизації, які полягають у надмірній кількості акціонерних товариств із численними дрібними акціонерами, які насправді не є акціонерними товариствами, оскільки не зацікавлені ані в залученні коштів з ринку цінних паперів,

ані у підтриманні ліквідності власних акцій. Контролюючі акціонери таких товариств вже давно розмили частки міноритарних акціонерів до незначних пакетів, але не в змозі позбутися таких акціонерів та оптимізувати структуру своїх підприємств, перетворивши їх у товариства з обмеженою відповідальністю. Усе це стримує розвиток:

- організаційного потенціалу, оскільки структура управління такими товариствами не є оптимальною і вони змушені витратити значні кошти на дотримання нікому не потрібних формальних процедур;

- інвестиційного клімату та макроекономічної стабільності, оскільки стимулює контролюючих акціонерів, які не бажають ділитися доходами із міноритаріями вилучати прибутки через перерозподіл фінансових потоків та непрозорі операції;

- фондового ринку, оскільки чим раніше прибуткові підприємства, що мають значний потенціал для розвитку, залишать акціонерну форму для оптимізації своєї структури, тим скоріше вони повернуться до неї, намагаючись залучити необхідні для розвитку кошти через ринок цінних паперів.

Цей етап у становленні українських акціонерних товариств неможливо оминати, а механізми «витіснення» та «примусового продажу» дозволять перевести триваючі приховані процеси у цивілізоване русло.

Втім, ми не схильні переоцінювати негативний ефект від недосконалості норм, встановлених Законом «Про акціонерні товариства», з однієї простої причини — рівень концентрації акціонерного капіталу в Україні є надзвичайно високим, що робить поглинання акціонерних товариств шляхом скуповування їх акцій у міноритарних акціонерів практично неможливим, відсоток акцій більшості українських «блакитних фішок», що вільно обертається на біржі, не перевищує 3–5 відсотків простих акцій. Таким чином, зараз придбання контрольного пакета акцій можливе лише через прямі домовленості з контролюючим або значними акціонерами, а механізми, передбачені Законом, матимуть дуже невеликі шанси бути застосованими при операціях щодо зміни контролю. Однак ми щиро переконані у необхідності подолання страху українських менеджерів та власників великих пакетів перед поглинаннями та зміною контролю, який і призвів до суперечливості та внутрішнього парадоксу, закладених законодавцем у статті розд. XI, коли законодавець нібито визнає необхідність врегулювати певні відносини і в той же час робить все, щоб уникнути застосування відповідних правових норм, надаючи перевагу формі над змістом, імітації

над діями. Ми вважаємо, що Україні слід якнайшвидше здійснити рішучі кроки у розробці принципово нових норм, які б повністю відповідали вимогам Тринадцятої Директиви шляхом внесення значних та серйозних змін до розд. XI Закону «Про акціонерні товариства» або розробки окремого закону про поглинання (цим шляхом пішла більшість європейських країн). Ухвалення відповідного законодавства про поглинання жодним чином не вплине на баланс контролю в українському корпоративному секторі, акціонерний капітал якого є надзвичайно концентрованим (втім, і не вирішить проблему протиправних захоплень та кримінальних методів набуття контролю), але дасть потужний сигнал вітчизняним та іноземним інвесторам щодо готовності українських менеджерів та великих акціонерів грати за цивілізованими правилами на ринку корпоративного контролю. Без взяття на себе такого чіткого зобов'язання українським акціонерним товариствам годі й чекати відродження довіри інвесторів до українського фондового ринку, а великих іноземних портфельних інвесторів — до акцій українських емітентів як інструменту інвестування.