

ХОЗЯЙСТВЕННОЕ ПРАВО И ПРОЦЕСС

УДК 342.9

ОКРЕМІ ПРОПОЗИЦІЇ ПО ВДОСКОНАЛЕННЮ ЧИННОГО ЗАКОНОДАВСТВА У СФЕРІ ЗЛИТТЯ І ПОГЛИНАННЯ КОМПАНІЙ

Ігор АНДРУЩЕНКО,

кандидат юридичних наук, доцент кафедри економіко-правових дисциплін
Національної академії внутрішніх справ

SUMMARY

The article is devoted to analysis of current legislation that regulates relations in sphere of mergers and acquisitions. Considered the individual peculiarities of operations with concentration of capital in modern Ukrainian realities. Revealed the main objectives of Institute of bankruptcy in Ukraine. Set forth separate proposals for legislation to simplify operations by transboundary mergers.

Key words: mergers and acquisitions, concentration of capital, bankruptcy, consolidation of companies, shareholders.

АНОТАЦІЯ

Стаття присвячена аналізу чинного законодавства, що регулює відносини у сфері злиття і поглинання компаній. Розглядаються окремі особливості проведення операцій з концентрації капіталу компаній у сучасних українських реаліях. Розкриті основні цілі інституту банкрутства в Україні. Викладені окремі пропозиції до законодавства щодо спрощення операцій по трансграничних злиттях.

Ключові слова: злиття і поглинання, концентрація капіталу, банкрутство, консолідація компаній, акціонери.

Постановка проблеми. Вітчизняна практика здійснення операцій злиття і поглинання (далі – ЗіП) засвідчує, що методи боротьби за контроль над компаніями, які наразі використовуються в Україні, кардинально відрізняються від закордонного досвіду здійснення таких процедур концентрації капіталу.

Актуальність теми. Творчими засадами для автора стали праці вітчизняних і закордонних вчених та дослідників, які присвятили свої праці окремим аспектам регулювання операцій злиття і поглинання компаній, зокрема: Э. Блейка, М. Бурмаки, Ф. Леви, С. Ляпиної, О. Мозгового, К. Отченаш, А. Рибальченка, А. Саркисянца та ін.

Метою статті є: а) здійснення аналізу та виявлення недоліків у законодавстві, що регулює відносини у сфері злиття і поглинання компаній; б) формулювання пропозицій, які сприятимуть спрощенню операцій по трансграничних злиттях.

Виклад основного матеріалу дослідження. Аналіз численних публікацій у періодичних та наукових виданнях, що пов'язані з корпоративним контролем, дозволяє виділити декілька характерних особливостей проведення ЗіП компаній у сучасних українських реаліях:

– у процесі ЗіП компаній практично не використовуються такі поширені в закордонній практиці інструменти, як тендерна пропозиція та боротьба за довіреність;

– широко застосовується попереднє встановлення контролю над пов'язаними з компанією-метою суміжними компаніями, з подальшим блокуванням діяльності останніх у разі незгоди менеджменту компанії-мети на проведення ЗіП;

– у процес встановлення контролю активно залучаються державні органи влади та управління, що чинять тиск на компанію-мету (різноманітні цільові перевірки контролюючих та правоохоронних органів). Крім цього, з метою «об'єктивного» висвітлення боротьби за контроль залучаються засоби масової інформації, мета яких полягає в створенні негативного іміджу компанії-мети шляхом розміщення різного роду компрометуючої інформації;

– у процесі боротьби за контроль систематично порушуються права акціонерів. Зокрема, поширеною є практика проведення додаткових емісій, єдина мета яких полягає в розмиванні частки інших акціонерів та концентрації контрольного пакету у власності зацікавленої групи.

Така технологія припускає ухвалення рішення про проведення додаткової емісії акцій, що розміщуються по закритій підписці. Одночасно з цим ухвалюється рішення про незастосування переважного права акціонерів на викуп розміщуваних акцій. У сукупності такі дії призводять до збільшення розміру контрольного пакету у власності мажоритарного акціонера та розмиванню часток міноритарних акціонерів у статутному капіталі акціонерного товариства. Подібна операція, залежно від того, хто конкретно володіє контрольним пакетом, може використовуватися як менеджментом компанії-мети проти мажоритарного акціонера, так і навпаки. Розмивання статутного капіталу – одна з найбільш поширених тактик боротьби за контроль на вітчизняному ринку концентрації капіталу.

Врешті-решт можна констатувати, що практика ЗіП компаній збігається із міжнародним досвідом у головному – перехід контролю здійснюється за допомогою механізму ринку цінних паперів шляхом перерозподілу часток усередині акціонерного капіталу компанії. Іншими словами, досягнення контролю забезпечується шляхом концентрації тим чи іншим способом контрольного пакету акцій акціонерного товариства [1, с. 52].

Разом із тим, починаючи з травня 1992 року, з моменту набуття чинності Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» [2], був винайдений інший, набагато ефективніший спосіб боротьби за контроль над власністю в нашій країні – банкрутство.

Спочатку впровадження і застосування інституту банкрутства в Україні за задумом його прихильників повинно було забезпечити досягнення двох основних цілей:

– ліквідація абсолютно нежиттєздатних компаній, які з різних причин не в змозі ефективно функціонувати в умовах ринку;

– фінансове оздоровлення компаній, що потрапили в кризову ситуацію завдяки непрофесійному управлінню, проте мають потенційні можливості для успішної адаптації до умов ринкової економіки.

Водночас, вже починаючи з середини 90-х років минулого століття стає все більш очевидним: банкрутство в умовах вітчизняного державотворення – один з основних, якщо не головний, інструмент перехоплення контролю над власністю.

Як доводить практика, процедура банкрутства не лише може, але й більш ніж активно використовується в процесі перерозподілу власності. Фактично, стрімко набираючи оберти, процес масових банкрутств компаній означає не що інше, як початок чергової хвилі перерозподілу власності в державі.

Варто також зауважити, що згідно з п. 1 ст. 7 Закону «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» до компаній-боржників можуть бути застосовані такі процедури банкрутства:

- розпорядження майном боржника;
- мирова угода;
- санація (відновлення платоспроможності) боржника;
- ліквідація банкрута [2].

Що ж стосується законодавства, яке регулює відносини у сфері концентрації капіталу, то слід наголосити, що воно є не лише недосконалим, але й таким, що не сприяє активному залученню іноземних інвестицій.

Виходячи з вимог розвитку корпоративних відносин та з урахуванням загальноєвропейських тенденцій до концентрації корпоративної власності, в чинне законодавство необхідно внести ряд змін, що стосуються побудови механізму корпоративного контролю, зокрема деталізувати правила придбання акціонерними товариствами та їх учасниками крупних пакетів акцій акціонерних товариств.

Разом із тим, враховуючи суперечливість і неоднозначність розвитку в Україні інститутів корпоративного управління, непрозорість розробки та ухвалення нормативів, що торкаються даної сфери, а також особливостей вітчизняної моделі корпоративних відносин, існує очевидна потреба в певному коригуванні законодавства про ЗіП.

Так, експерти відзначають, що надмірні бар'єри для ЗіП знижують капіталізацію компаній і, по суті, надають «ведмежачу послугу» акціонерам, менеджерам, співробітникам компаній і споживачам. На їх думку, вигоди, які несе вільне ЗіП компаній, обумовлюють необхідність підвищення ефективності (зокрема, зниження витратності) корпоративних поглинань [3, с. 74].

З урахуванням об'єктивних тенденцій до зростання ринку ЗіП, а також виходячи з необхідності забезпечення балансу законних прав та інтересів мажоритарних і міноритарних акціонерів при здійсненні економічної концентрації, в найближчому майбутньому представляється доцільним внесення в законодавство про акціонерні товариства та про ринок цінних паперів змін, направлених на усунення прогалин і вдосконалення діючої моделі корпоративних поглинань, включаючи регулювання процедури придбання крупних пакетів акцій акціонерних товариств.

Наразі існуючі нині пропозиції щодо зміни законодавства про ЗіП компаній умовно можна виокремити в 3 групи:

– пропозиції стосовно надання права акціонеру з 95% часткою вимагати викупу за ринковою вартістю залишку акцій у міноритаріїв;

– пропозиції по вдосконаленню компенсаційних механізмів, передбачених чинним законодавством із метою більш ретельного врахування законних прав та інтересів власників акцій, що викуповуються;

– пропозиції по коригуванню законодавства з метою усунення практичних проблем реалізації механізмів ЗіП та формування позитивної практики з даного питання.

Найбільш важливим аспектом процедури викупу акцій у міноритарних акціонерів у всіх без виключення юрисдикціях – правила встановлення ціни. Навіть якщо закріплення права на примусовий викуп акцій у міноритаріїв є особливістю ефективного корпоративного права, воно буде справедливим і дієвим тільки в тому разі, коли справедливими та дієвими є правила встановлення ціни і контроль за їх дотриманням.

Основна проблема полягає у порядку визначення справедливої ціни викупу акцій, що не знаходяться в обігу на організованому ринку.

Не секрет, що виходячи з фактичного співвідношення кількості акцій і благ, що надаються ними, практично скрізь оцінювач, визначаючи ціну викупу, застосовує знижки за відсутність контролю і низьку ліквідність. Деколи подібна практика призводить до істотного заниження ціни акцій, що викуповуються та спричиняє збитки акціонерам.

Виходячи з цього, нерідко пропонується встановити заборону на використання дисконту при оцінці акцій. Водночас, основними аргументами проти використання дисконту є:

– фінансова теорія виходить із необхідності «ділитися» контрольною премією при збільшенні частки, що належить одній особі в компанії;

– маніпулювання знижками формує загальну тенденцію до заниження вартості акцій;

– всі акції одного типу надають їх власникам однакової обсяг прав, зокрема однакові права на отримання дивідендів;

– права, що надаються контрольним пакетом, можуть бути використані з метою утистки прав міноритарних акціонерів;

– заниження суми операцій призводить до недоотримання податкових відрахувань державою.

У свою чергу до основних аргументів за застосування дисконту варто відносити:

– підвищення порогу концентрації корпоративного контролю неминуче призведе до зниження вартості акцій в великих пакетах;

– необґрунтовані переваги для міноритаріїв;

– встановлення обов'язку викуповувати акції міноритаріїв за контрольною ціною може призвести до фактичної неможливості концентрації корпоративного контролю, оскільки акціонери з метою отримання вищої ціни відмовлятимуться продавати акції до моменту їх остаточного викупу.

Окрім цього, слід також пам'ятати, що зниження інвестиційної привабливості та капіталізації компаній може призвести до різкого падіння ринку ЗіП [4, с. 39–40].

З метою запобігання зловживанням варто також було б нівелювати проблему визначення групи афілійованих осіб і розкриття інформації про плани особи, яка здійснює ЗіП. Обов'язки щодо подання пропозиції, повідомлення про виникнення права вимагати викупу, право витіснити

міноритаріїв виникає не тільки у власника крупного пакету акцій, але і в учасника групи афілійованих осіб, сукупний розмір пакету акцій яких досяг певної межі. Чинне законодавство не передбачає наявність афілійованих осіб лише у фізичної особи.

Існують певні проблеми й у сфері розкриття інформації. Чинне законодавство доволі формально ставиться до отримання вимог про розкриття інформації – досить розкрити інформацію про бенефіціарних власників першого рівня, які наближені до відповідної офшорної компанії. Це, у свою чергу, зовсім не означає отримання адекватної інформації про осіб, що реально стоять за ЗіП компаній. Зокрема, для розміщення акцій на закордонних фондових майданчиках передбачена значно ефективніша процедура розкриття інформації про всіх (аж до кінцевої фізичної особи) бенефіціарів, на користь яких здійснюється операція. У зв'язку з цим, слід більш детально прописати даний механізм на законодавчому рівні.

Необхідно відзначити, що вирішення актуалізованих проблем можна здійснити як в рамках пакету законопроектів у частині вдосконалення регулювання правовідносин афілійованих осіб і розкриття інформації про бенефіціарних власників, так і за допомогою внесення відповідних змін до корпоративного законодавства [5].

Висновки. Практика засвідчує, що в даний час операції по ЗіП є переважаючою частиною прямих іноземних інвестицій. У цих умовах важливо зрозуміти, як впливає цей вид інвестицій на економіку приймаючої країни, чи є вони більш ефективними або ж ні, у порівнянні з інвестиціями у створення нових компаній.

Співпраця і консолідація компаній, заснованих на концентрації капіталів із різних країн, є доведеним та неминучим фактом. Проте компанії, що засновані на концентрації капіталів, зазнають в Україні численних труднощів на законодавчому й адміністративному рівнях при здійсненні трансграничних ЗіП. Тому, з метою забезпечення ефективного функціонування внутрішнього ринку ЗіП компаній, слід розробити типові положення про ЗіП компаній. Це, безумовно, буде сприяти спрощенню здійснення трансграничних ЗіП компаній, що засновані відповідно до законодавств інших країн.

Чинне законодавство повинно вирішувати трансграничні ЗіП вітчизняного господарського товариства з компанією будь-якої іншої країни, якщо наша держава зацікавлена у залученні іноземних інвестицій та зростанні національної економіки.

З метою спрощення операцій по трансграничних ЗіП варто передбачити, що кожна компанія, яка бере участь у трансграничному ЗіП, а також кожна зацікавлена третя особа продовжують підкорятися положенням і формальностям того національного законодавства, яке застосовувалося б у разі національного злиття. Необхідно, щоб ніякі положення та формальності національного законодавства не вводили обмежень на вільне переміщення капіталів,

за винятком випадків, коли такі обмеження можуть бути обґрунтовані відповідно до міжнародної практики.

Типовий проект трансграничного ЗіП компаній повинен враховувати як інтереси компаній, що прийняли рішення про ЗіП, так і державні інтереси, зокрема національної безпеки. Тому необхідно визначити мінімальний зміст такого типового проекту, залишаючи зацікавленим компаніям можливість за угодою один з одним встановлювати інші елементи такого проекту.

Для захисту інтересів учасників операцій ЗіП та третіх осіб, слід передбачити, щоб даний проект трансграничного злиття підлягав оприлюдненню за допомогою запису у відповідному публічному реєстрі.

Українське законодавство повинне передбачити підготовку на національному рівні висновку щодо проекту трансграничного ЗіП з боку фахових експертів. Щоб обмежити витрати на проведення експертизи в рамках трансграничного ЗіП, слід передбачити можливість підготовки єдиного узгодженого висновку, призначеного для всіх учасників, які беруть участь в операції по трансграничному злиттю. Спільний проект трансграничного злиття повинен дістати схвалення з боку загальних зборів кожного з цих товариств.

Окрім цього, для спрощення операцій по трансграничному злиттю слід передбачити, що контроль за здійсненням і законністю процесу ухвалення рішень у рамках кожного з товариств, що здійснюють операції по ЗіП, повинен проводитися уповноваженим національним органом. Необхідно також чітко виписати вимоги чинного законодавства, згідно з яким буде визначатися момент набуття юридичної сили факта трансграничного злиття.

Також із метою захисту інтересів учасників операції ЗіП, а також третіх осіб, слід визначити правові наслідки трансграничного злиття, встановлюючи відмінність залежно від того, чи є компанія, яка виступає результатом злиття, поглинаючою чи новоствореною. На користь правової безпеки слід заборонити визнавати операції ЗіП компаній нікчемними після моменту набуття ними чинності.

Список використаної літератури

1. Саркисянц А. Слияния, банкротства и фондовый рынок / А. Саркисянц // Рынок ценных бумаг. – 2010. – № 3. – С. 51–55.
2. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом : Закон України від 14 травня 1992 року, № 2343-ХІІ // ВВР, 1992, № 31, ст. 440.
3. Ляпина С. Слияния и поглощения – признак развитой рыночной экономики / С. Ляпина // Рынок ценных бумаг. – 2010. – № 8. – С. 73–79.
4. Блейк Э. Мифы о реструктуризации в России / Э. Блейк, Ф. Леви // Рынок ценных бумаг. – 2009. – № 6. – С. 37–42.
5. Механизм правового регулирования слияний и поглощений мировых нефтегазовых компаний. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bibliofond.ru/view.aspx?id=513397>.