

ІНВЕСТУВАННЯ У КОРПОРАТИВНІ ПРАВА: БЕЗПЕКА ІНВЕСТОРІВ В УКРАЇНІ

Канд. екон. наук, доц. Овсієнко О. В.
Харківський національний юридичний університет імені Ярослава Мудрого

Інвестування у корпоративні права – доволі прибутковий, хоча і ризиковий спосіб капіталовкладень. Дрібні інвестори не часто вдаються до нього, адже потрібно мати спеціальні знання, вміти аналізувати масиви фінансової інформації, корпоративну звітність, мати доступ до фондового ринку, уклавши договір з брокером тощо. В Україні участь дрібних інвесторів у корпоративних правах ускладнена нерозвиненістю фондового ринку, незахищеністю прав власності. До того ж дрібні інвестори найчастіше не прагнуть отримати контроль над підприємством, а розраховують переважно на отримання дивідендів, зростання курсової вартості акцій. За різними оцінками, в Україні налічується понад 14 млн. акціонерів. Переважна більшість з них отримала свої акції внаслідок масштабної кампанії приватизації колишньої суспільної власності.

Останнім часом в українському законодавстві започатковано низку процедур, спрямованих на пом'якшення суперечностей між дрібними акціонерами та власниками великих пакетів акцій. До таких процедур, зокрема, відносяться процедури squeeze-out і sell-out, які з'явилися під впливом Директиви №2004/25/ЄС Європейського парламенту та Ради про пропозиції поглинання та почали використовуватися з червня 2017 р.

Інститут squeeze-out – це право мажоритарного власника вимагати від інших акціонерів продати йому пакети належних їм акцій за справедливою ціною. В українському законодавстві акціонер зобов'язаний запропонувати іншим акціонерам продати йому пакети акцій, якщо він володіє: а) контрольним пакетом (50 % акцій та більше); б) значним контрольним пакетом (75 % акцій та більше) – для публічних товариств; в) домінуючим контрольним пакетом акцій (95 % та більше). В останньому випадку акціонери, які отримали публічну безвідкличну вимогу про продаж акцій, зобов'язані продати свої акції (навіть, якщо вони не погоджуються з цим) [1, ст. 65, п. 4].

Найчастіше публічні безвідкличні вимоги про продаж акцій є способом концентрації власності задля убезпечення корпорацій від корпоративного шантажу (грінмейлу), до якого вдаються власники-міноритарії. Під час грінмейлу власники невеликих пакетів акцій пропонують компанії викупити акції за завищеною ціною, погрожуючи перепродажем цих акцій іншим компаніям, які можуть здійснити недружні поглинання. Процедура squeeze-out нівелює такі загрози. Водночас міноритарні акціонери завдяки процедурі sell-out мають змогу отримати належну ціну за наявні у них цінні папери.

Хоча означені процедури у цілому зміцнюють корпоративну безпеку, на нашу думку, вони суперечать завданням, поставленим у національних реформах. Зокрема, порушується принцип верховенства права, який передбачає рівність усіх перед законом. У випадку squeeze-out, якщо публічна безвідклична вимога надходить від власника домінуючого контрольного пакета, у дрібних акціонерів не залишається вибору – вони зобов'язані виконати її. Аналогічно у випадку sell-out вибору не залишається у власників значних пакетів акцій. Аргументи про те, що в Україні більшість дрібних акціонерів набула акції під час приватизації колишньої суспільної власності та не може повноцінно скористатися своїми правами через невеликі розміри пакетів акцій, ми не вважаємо суттєвими. Адже порушується базова гарантія ринкової економіки – право на недоторканість приватної власності.

Однак вітчизняна судова практика заперечую цю тезу. Так, Господарський суд м. Києва відхилив позов акціонерів-фізичних осіб проти компанії «ДТЕК Пауер Трейд» про визнання недійсною угоди про обов'язкову продаж своїх акцій. Суд вважає, що апелювання позивачів до ст. 41 Конституції України, яка проголошує недоторканість приватної власності, є непереконливими, адже ця стаття стосується тільки примусової націоналізації або реприватизації без відшкодування вартості майна [2].

Слід вказати і на те, що безпосередньо механізм squeeze-out несе значні корупційні ризики типу B2B (корупція бізнес-бізнес). Так, мажоритарний акціонер може вплинути на ціну акцій шляхом залучення «правильного» оцінщика. Наприклад, «справедлива» ціна squeeze-out на Інгулецькому гірничо-збагачувальному комбінаті (2017-2018 р.) дорівнювала 2,56 грн. за акцію, тоді як прибуток компанії у 2017 р. склав 2,56 грн. на акцію; «справедлива» ціна squeeze-out на Північному гірничо-збагачувальному комбінаті (2017-2018 р.) дорівнювала 4,45 грн. за акцію, тоді як прибуток компанії у 2017 р. склав 3,36 грн. на акцію [3].

Таким чином вплив процедур squeeze-out і sell-out на безпеку інвесторів є суперечливим. З одного боку, процедури дозволяють:

- убезпечити мажоритарних власників та зменшити ризики корпоративного шантажу з боку міноритарних акціонерів;
- створити необхідне інституційне підґрунтя для діалогу між мажоритарними та міноритарними акціонерами (з приводу визначення «справедливої ціни» наявних у міноритаріїв акцій).

З другого боку, процедура squeeze-out, на нашу думку, знижує інвестиційну привабливість корпоративного бізнесу:

- примусовий характер процедури відлякує потенційних інвесторів, передусім інституційних (інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії, комерційні банки), для яких важливим фактором інвестування є диверсифікація активів, зниження ризиків, передбачуваний графік надходжень доходів;
- знижується публічність корпорацій, оскільки процедура squeeze-out часто завершується зміною організаційно-правової форми бізнесу (з публічної на приватну). Це суперечить загальносвітовому тренду посилення міжнародних вимог до підвищення якості корпоративного управління, забезпечення прозорості, інформаційної відкритості та етичної поведінки компаній.

У цілому squeeze-out і sell-out створюють значні загрози для інвесторів. По-перше, унормування цих процедур відбувається в інтересах домінуючих власників, що створює штучну асиметрію у правах акціонерів, порушає принцип верховенства права, який передбачає рівність усіх перед законом. По-друге, процедури squeeze-out і sell-out перешкоджають залученню на фондовий ринок численних категорій інвесторів, що погіршує інфраструктурні можливості української економіки, негативно позначається на можливостях бізнесу залучати фінансові ресурси.

Література: 1. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 № 514-VI (зі змінами та доповненнями). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17> (дата звернення: 26.02.2020). 2. Пальчевский И. ДТЭК выиграл суд у міноритариев «Днепроэнерго» по сквиз-ауту. Financial Club. 2018. 21 августа. URL: <https://finclub.net/news/dtek-vyigral-sud-u-minoritarijev-dneproenergo-po-skviz-autu.html> (дата звернення: 27.02.2020). 3. Луценко І. Squeeze-out. Як не ображати маленьких. *Дзеркало тижня*. 2018. 1 червня. URL: https://dt.ua/finances/squeeze-out-yak-ne-obrazhati-malenkih-279521_.html (дата звернення: 27.02.2020).