

ОРГАНІЗАЦІЙНЕ РЕГЛАМЕНТУВАННЯ ПРОЦЕДУР РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ АКЦІОНЕРНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Проведено порівняльний аналіз вітчизняних та зарубіжних норм організаційного регламентування процедур реструктуризації акціонерних підприємств. Розглянуто технології проведення угод щодо поглинання підприємств та оцінювання міри державного регулювання цих процесів.

Адаптація суб'єктів господарювання харчової промисловості до змін неможлива без їх реагування на збурення внутрішнього і зовнішнього ділового середовища, постійного проведення моніторингу стану ринкової активності, виявлення сильних і слабких сигналів прояву фінансового стану та проведення реструктуризації активів, у тому числі фондовими інструментами залучення інвестицій.

Залучення капіталу і задоволення потреб акціонерних товариств у власних оборотних коштах можна здійснити шляхом емісії акцій та операцій купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку, при цьому знизити ефект фінансового лівериджу. За допомогою фондового ринку можливо здійснити конвертацію акцій підприємств і тим самим узгодити інтереси суб'єктів інтеграційного процесу (наприклад, між харчовими та сільськогосподарськими підприємствами). Проте бажання виходити на фондовий ринок стримується його непрозорістю, основним проявом якої є використання інсайдерської інформації під час купівлі-продажу цінних паперів, а також маніпулювання цінами на них, що призводить до здійснення рейдерських атак на акціонерні підприємства. У зв'язку з цим, вирішення проблем, пов'язаних з регулюванням операцій купівлі-продажу

цінних паперів, як з боку держави, так і з боку ринкового середовища, набуває нині особливої актуальності.

Проблеми регулювання діяльності учасників фондового ринку та використання алгоритму стратегічного аналізу при вивченні законодавчого забезпечення його прозорості висвітлено у працях Г. Адамчука, В. Бочарова, Б. Буркінського, М. Зверякова, Я. Міркіна, О. Мозгового, О. Редькіна, Р. Брейлі, Й. Шумпетера та ін. Основні наукові здобутки [1; 2, с. 18; 3, с. 161–176; 4, с. 77–107, 108–167] економістів полягають у теоретичному обґрунтуванні стимулів, критеріїв і напрямів удосконалення законодавчого забезпечення державного регулювання операцій на фондовому ринку з урахуванням цілей, інтересів і дій усіх учасників бізнес-процесів. Це дало змогу створити систему забезпечення прозорості інформації на ринку цінних паперів, законодавчо закріпити поняття “інсайдерська інформація”, “маніпулювання цінами” та порядок їхнього регулювання.

Науковцями визначено складові системи державного регулювання відносин між учасниками фондового ринку України, на основі яких обґрунтовано методичні засади законодавчого регулювання (організаційного регламентування) бізнес-процесів на ринку цінних паперів, а також проблеми та перспективи розвитку національної моделі корпоративного управління. Зокрема О.С. Редькін [1, с. 177–179] зазначає, що нині, крім проблеми прозорості структури власності і фінансів, існує проблема корпоративних інвестицій, і, насамперед, – максимальної орієнтації на внутрішні джерела, включаючи псевдо-іноземні кредити тощо. З 2001 р., вказує автор, набуває розвитку процес реінвестування українськими власниками коштів під виглядом різних форм псевдо-іноземних інвестицій. Такий стан системи корпоративних відносин об’єктивно вказує на існування проблеми щодо жорсткості можливих санкцій стосовно всього спектра проблем, що розглядаються. На думку О.С. Редькіна, в Україні створився дефіцит “вільних” об’єктів для рейдерів і спостерігається поступове вичерпання вільних фінансових ресурсів вітчизняними промисловими підприємствами.

Можна припустити, що стиль поглинань з боку “корпоративних загарбників” у найближчі роки, буде більшою мірою адміністративним, з використанням боргових схем і судових позовів.

Узагальнення всього наведеного вказує, що на цей час виникає потреба оцінити ефективність вітчизняних норм регулювання операцій купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку, які започатковані згідно з Національними принципами корпоративного управління. Вказана потреба породжується слабкими регулюючими функціями цих норм щодо процесів “ворожого” поглинання вітчизняних акціонерних підприємств.

Метою статті є проведення порівняльного аналізу вітчизняних та західних норм організаційного регламентування процесів реструктуризації акціонерних підприємств задля оцінювання реальних можливостей додержання принципів прозорості, які надає українське законодавство підприємствам для симулювання операцій купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку.

Проведення процедур реструктуризації активів підприємств не викликає особливих протидій з боку науковців та практиків до тих пір, доки воно не торкається вибору певних технологій зміни структури акціонерного капіталу. Тому, очевидно, слід коротко пояснити зміст визначень, які безпосередньо стосуються теми дослідження.

По-перше, реструктуризація – це структурна перебудова з метою забезпечення ефективного розподілу і використання всіх ресурсів підприємства, на основі створення комплексу бізнес-підрозділів, приєднання, ліквідації діючих і організації нових структурних підрозділів, придбання певної частки у статутних фондах інших підприємств [5, с. 48].

По-друге, реструктуризація підприємства передбачає сукупність організаційно-економічних, правових, виробничо-технічних заходів, що спрямовані на зміну структури підприємства, його управління, форм власності, організаційно-правової форми і можуть забезпечити фінансове

оздоровлення суб'єкта господарювання, збільшення обсягів випуску конкурентоспроможної продукції, підвищення ефективності виробництва.

Реорганізація – це повна або часткова зміна власників цінних паперів підприємства, форми господарювання, організації бізнесу, ліквідація окремих структурних підрозділів або створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача або прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступником [6, с. 293]. Реорганізація може здійснюватись у декількох формах, а саме, злиття, приєднання, розподіл, виділення, перетворення. Наведені варіанти реорганізації відрізняються аспектами передачі прав та обов'язків новоствореній юридичній особі. Реорганізація являє собою складову частину процесу реструктуризації підприємства.

Дотримання принципів прозорості під час проведення реструктуризації базується на доступності інформації про поточну ситуацію і діяльність підприємства для всіх учасників ринкового середовища, у якому здійснюються ці процеси. За таких умов проведення угод, які пов'язані із перерозподілом власності (цінних паперів), відбувається без ознак наявності ризику та за добровільним бажанням суб'єктів господарювання.

Практичний досвід реструктуризації акціонерних підприємств свідчить, що не завжди їх проведення здійснюється з дотриманням прозорості. Порухення прав власності відбувається не у момент здійснення приватизації, тобто проведення угод із цінними паперами на первинному ринку, а при перерозподілі вже існуючих пакетів акцій на вторинному ринку цінних паперів. Непрозорість здійснення цих угод виникає внаслідок раніше вказаних “брудних” способів здійснення біржової торгівлі – використання інсайдерської інформації під час торгівлі цінними паперами, маніпулювання цінами та ін.

Інсайдерською інформацією вважається внутрішня (службова) інформація, розголошення якої дає змогу зацікавленим особам отримати матеріальну вигоду від операцій з цінними паперами емітента й одночасно завдати шкоди акціонерам підприємства [7, с. 608]. У загальних рисах

проблема інсайду регулюється Законом України "Про ринок цінних паперів"[8] ("Про використання службової інформації на ринку цінних паперів"), відповідно до якого накладається заборона на використання інсайдерської інформації у процесі здійснення операцій з цінними паперами на фондовому ринку. Проте Закон України "Про акціонерні товариства", вкрай ліберально забезпечує реалізацію цього положення, оскільки зазначає, що такі угоди можуть бути оскаржені у судовому порядку або визнані судом несуттєвими.

Таким чином, численні прояви непрозорості на вітчизняному фондовому ринку виникають у зв'язку з наявністю слабого механізму протидії інсайдерській торгівлі. За здійснення подібних дій Законом "Про протидію інсайдерської торгівлі і шахрайству з цінними паперами" на біржових майданчиках США передбачається максимальне покарання – до 1 млн. дол. США штрафу і до 10 років позбавлення волі. Одночасно засновувалася програма повідомлення, згідно з якою інформатори можуть одержувати до 10 % прибутку інсайдера [9, с. 140].

Маніпулювання цінами – це правопорушення, що призводить до негативних наслідків (дестабілізації ринку) [7, с. 609]. На його здійснення законодавство накладає заборону. Проте законодавчо недостатньо установлення самого факту цієї дії. Має бути установлена наявність провини (за наміром чи з необережності) і доказу того, що ці дії були спрямовані на настання негативних наслідків [8].

Приклади маніпулювання цінами можуть включати [7, с. 609]:

купівлю і подальший негайний продаж цінних паперів без перереєстрації права власності з метою створення враження активної торгівлі зазначеними паперами;

розповсюдження недостовірної інформації про цінні папери, емітентів (про зростання або падіння доходів, про інші фактори, що впливають на ринкові ціни) з метою підвищення або різкого зниження ціни для стимулювання інших учасників ринку до операцій з цими паперами;

цілеспрямована дія на зміну ринкових курсів паперів, яка невиправдана реальними показниками й умовами.

Для запобігання маніпулюванню цінами у вітчизняній ринковій практиці існує стандартний комплекс заходів:

реєстрація всіх заявок на купівлю або продаж цінних паперів у Системі торгів;

здійснення моніторингу ринку в режимі реального часу з використанням комплексу програмно-технічних засобів;

інформування керівництва біржі професійними учасниками фондового ринку про факти прояву маніпулювання цінами.

Наведена інформація дає змогу зробити висновок, що при відносно недосконалій законодавчій базі протидії маніпулювання цінами, вітчизняна біржова система має у своєму розпорядженні засоби регулювання цих процесів. Таке регулювання здійснюється як державою, так і організаторами біржової торгівлі цінними паперами, що відповідає прийнятому в міжнародній практиці запобіганню несумлінної торгівлі на ринку цінних паперів.

Здійснення реструктуризації підприємства пов'язане з дотриманням інтересів кредиторів і акціонерів, які не зацікавлені у її проведенні. Законодавство низки країн, у тому числі й України, передбачає наступні норми захисту інтересів кредиторів:

акціонерне товариство, залучене в процес проведення реорганізації, зобов'язане завчасно попередити всіх своїх кредиторів письмовими повідомленнями, що містять повну назву підприємств, які беруть участь в організаційних перетвореннях; форму проведення реорганізації і передбачувану дату її завершення;

кредитори мають право вимагати погашення перед ними зобов'язань у разі будь-якої форми реорганізації;

кредитори мають право припинити процес проведення реорганізації, якщо існують підстави для нехтування їхніми інтересами.

Рішення про проведення реорганізації ухвалюється на акціонерних зборах більшістю (трьома чвертями) власників голосуючих акцій.

З метою захисту прав міноритарних акціонерів, передбачено створення наглядової ради. Окрім цього, акціонер має право передовіряти свої “голосуючі акції” на користь іншої особи, уповноваженої представляти інтереси цього акціонера під час проведення зборів акціонерів. Акції можна довіряти на користь тільки однієї особи.

Акціонери, які голосували проти проведення реорганізації, або не брали участі у голосуванні, мають право реалізувати свою волю шляхом продажу “голосуючих акцій” акціонерному товариству. Підприємство зобов’язане завчасно попередити всіх акціонерів про їх право на викуп акцій і включити цю інформацію для проведення загальних зборів акціонерів. Законодавчо передбачене автоматичне погашення акцій, викуплених внаслідок реорганізації акціонерного товариства.

Підкреслимо, що законодавчими актами мають бути регламентовані не лише реорганізаційні процеси, а й ті, що не відносяться до реорганізації, проте за своєю суттю переслідують ті ж самі цілі. Наприклад, продаж практично всіх наявних активів підприємства *A* підприємству *B* не є реорганізацією, але за своїм змістом ідентичний реорганізації в формі приєднання підприємства *A* до *B*. Отже, законодавчо необхідно забезпечити в цьому випадку такі ж механізми захисту прав акціонерів, що і при реорганізації у формі приєднання.

При розгляді реорганізації у формі злиття (передбачає ліквідацію суб’єктів, що хазяйнують, а капітал, майнові права й обов’язки кожного з них переходять до нової юридичної особи, яка ними створена в результаті злиття) або приєднання (юридична особа, що приєднується, ліквідується, а її капітал, майнові права й обов’язки переходять до іншого суб’єкта господарювання), що проводиться в межах реалізації базисних агресивних стратегій розвитку підприємств, дискусійним є питання про те, наскільки реалізація агресивної стратегії підприємства пов’язана з рейдерством.

На нашу думку, рейдерство, по суті, є інвестиційною стратегією, з тією лише різницею, що суб'єкт господарювання намагається встановити контроль над цільовим підприємством, тобто вкладає інвестиції не в прості моменти процесу праці (працю, предмети праці і засоби праці), а у вже готовий майновий комплекс. Більш того, якщо підприємство, успішно вдосконалюючи свої функціональні стратегії протягом тривалого часу, рано чи пізно стає підприємством з міцними позиціями у своїх ринкових сегментах, то бачення майбутнього будується в нього з позиції диверсифікації своїх активів. Цим самим вирішується питання розвитку підприємства або за рахунок пошуку додаткових можливостей для виробництва нової продукції, або за рахунок створення додаткових виробничих структур.

Щоб вдало розробити і реалізувати агресивну стратегію, необхідно провести моніторинг ринкового сегменту, в якому функціонує підприємство або збирається закріпитися, і визначити, які підприємства підпадають під категорію диверсифікації, а які можливо оцінювати з позиції інтегрованого зростання. Саме тоді й стає очевидним, наскільки агресивна базисна стратегія підприємства поєднується з рейдерством.

Таким чином, недосконалість законодавчої бази щодо регламентації зазначених процесів породжує незаконні рейдерські атаки на українські підприємства. Свідченням цьому є те, що прийнятий 17 вересня 2008 року Закон України "Про акціонерні товариства" не забезпечено відповідними механізмами для реалізації його положень.

Зазначимо, що операції з недружнього злиття й поглинання протягом тривалого часу поширюються також і в зарубіжній практиці (відбулося п'ять хвиль злиттів і поглинань, що перерозподілили конкурентні позиції підприємств у деяких галузях), у зв'язку з чим накопичено значний досвід у частині їхнього організаційного регламентування. Виникає сенс на прикладі законодавства США порівняти прийняті в зарубіжних країнах законодавчі механізми регулювання недружніх змін у структурі акціонерного капіталу

підприємств, що реорганізуються, з нормами, які передбачені Законом України “Про акціонерні товариства” [10].

Для американської практики недружнього злиття й поглинання, характерна наявність наступного інструментарію для встановлення контролю над підприємством – об'єктом поглинання, а саме: тендерна позиція, боротьба за доручення, скупка акцій на фондовому ринку [4, с. 51–107, 9, с. 214–355; 11, с. 41–107].

Кінцевий вибір будь-якого інструменту поглинання або їхньої комбінації залежить від множини факторів, що діють на цей час у конкретному бізнес-середовищі. До таких факторів можна віднести: ступінь розвитку ринків капіталу і доступність джерел фінансування, законодавче регулювання поглинання, фінансовий стан покупця і ін. [4, с. 51].

Вважаємо за доцільне відмітити, що крім вказаних інструментів недружнього поглинання на теренах колишнього СНД, зокрема в Україні, набула розповсюдження схема поглинань внаслідок викупу кредиторської заборгованості суб'єкта господарювання. Проте в статті поставлено за мету визначення міри законодавчого регулювання інструментарію недружнього поглинання, яке здійснюється шляхом операцій з цінними паперами на фондовому ринку. Тому перейдемо до безпосереднього розгляду зазначених інструментів.

1. Тендерна пропозиція. Керівництво підприємства-поглинача, зазвичай, звертається до тендерної пропозиції, коли операція, що заснована на дружніх переговорах, не здається життєздатною альтернативою [9, с. 309]. Першим кроком у здійсненні тендерної пропозиції є придбання незначного пакета акцій цільового підприємства, що дає змогу стати його акціонером. Цей прийом призначений для ознайомлення з реєстром акціонерів, усвідомлення суті бізнесу товариства, над яким передбачається встановити контроль. При цьому інформація про цільові наміри покупця направляється в Комісію з цінних паперів та бірж, а також до брокерів, які дозволяють котирування цінних паперів покупця на біржах.

На наміри рейдера придбати підприємство, ринок реагує підвищенням курсу його акцій, тим самим підштовхуючи покупця до виплати премії за контроль. Розмір пакета, що спочатку акумулюється, залежить від правових норм, які регулюють порядок розкриття інформації про поглинання. Зокрема у США, країні, яка характеризується найбільш розробленою законодавчою базою стосовно злиття й поглинання, розмір пакета, що спочатку акумулюється, не перевищує 5 % [4, с. 54].

Підприємство-покупець зобов'язане протягом десяти днів з моменту придбання п'ятивідсоткового пакета акцій підприємства – об'єкта поглинання, розкрити інформацію про угоду.

В українській законодавчій практиці відносно регулювання злиття й поглинання не існує поняття тендерної пропозиції. У відповідності з п. 2 ст. 64 Закону України “Про акціонерні товариства” [10, с. 256] особа (особи, що діють спільно), яка має намір придбати акції (з урахуванням кількості вже належних їй та її афілійованим особам), що становитимуть 10 і більше відсотків простих акцій товариства (значний пакет акцій), зобов'язана не пізніше ніж за 30 днів до дати початку придбання акцій, подати товариству письмове повідомлення про свій намір та оприлюднити його. Оприлюднення повідомлення здійснюється шляхом надання його Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, кожній біржі, на якій підприємство пройшло процедуру реєстрації, та опублікування в офіційному друкованому органі.

Узагальнення наведеної інформації, показує, що схожими рисами у організаційному регламентуванні придбання значного пакета акцій підприємства в Україні та США є те, що законодавчо у обох країнах передбачено повідомлення про цей вчинок, як керівництва та акціонерів цільового підприємства, так і Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Більш-менш рівним є розмір значного пакета акцій, які має намір придбати покупець: в Україні – 10 %, а в США – 5 %.

Основна відмінність, на нашу думку, полягає в тому, якими будуть наступні дії керівництва та акціонерів підприємства, яке мають намір поглинути. Відмітимо, що законодавчі норми США передбачають розкриття дійсних намірів рейдера щодо подальшої долі підприємства, п'ятивідсотковий пакета акцій якого він придбав. Мета цього вчинку, як вже зазначалося, з одного боку – примушення рейдера виплатити власникам акцій цього підприємства премії за контроль, а з іншого – надати час керівництву та управлінському персоналу підприємства для організації захисних дій щодо намірів рейдера. До інструментів захисту відносяться засоби, направлені на створення непривабливих умов, які рейдеру доведеться виконати, одержавши контроль над підприємством (організація зустрічного поглинання, захист Пакмена, золоті парашути, пошук білого лицаря та ін.).

Щодо норм організаційного регламентування дій, на вчинення яких має право вітчизняний суб'єкт господарювання під час придбання рейдером десятивідсоткового (значного) пакета його акцій – то згідно із п. 2 ст. 64 Закону України “Про акціонерні товариства” [10, с. 256], товариство, значний пакет акцій якого на цей час мають намір придбати, не має права здійснювати заходи з метою перешкоджання такому придбанню. Коментуючи цю норму Закону зазначимо, що бажано було б зобов'язати особу, яка має намір придбати десятивідсотковий пакет акцій будь-якого товариства, розкрити дійсні наміри відносно своїх подальших дій по відношенню до цього підприємства. Одна справа – просто придбати значний пакет акцій емітента з метою отримання дивідендів та коштів від зростаючої курсової вартості цінних паперів (у цьому випадку емітент може не перешкоджати такому придбанню), а вже зовсім інша – придбання значного пакета з метою подальшого поглинання емітента акцій (в цьому випадку законодавчий орган, на нашу думку, необґрунтовано забороняє ведення будь-яких дій щодо заперечення придбання такого пакета тому, що цільове товариство не має можливості організувати дієву систему захисту інтересів своїх акціонерів, менеджерів та керівництва). У складі інформації, яку

зобов'язана оприлюднити особа, яка має намір придбати десятивідсотковий пакет акцій українського підприємства – емітента цінних паперів, вказується кількість, тип та (або) клас акцій товариства, які належать особі (кожній з осіб, які діють спільно), а також кількість простих акцій товариства, які особа (особи, які діють спільно) бажають придбати [10, с. 256]. При цьому наголос робиться лише на намірі придбати значний пакет акцій, а не дійсних намірах поглинача щодо подальшої долі товариства.

Істотна різниця полягає в термінах проведення тендерної пропозиції, а також в подальшому порядку дій рейдера та управлінського персоналу і керівництва цільового підприємства, яке функціонує на території США та в Україні.

Згідно із законодавчими нормами США первинний термін дії тендерної пропозиції повинен становити мінімум 20 днів, проте може бути продовжений до набору контрольного пакета акцій. Зміна умов викупу збільшує термін пропозиції і надає більше шансів захисту для цільового підприємства.

У період, відведений для прийняття тендерної пропозиції, з метою спонукання акціонерів продати свої “голосуючі акції”, покупець пропонує за них вищу ціну порівняно з ціною, за якою у даний час їх оцінює ринок, тобто виплачує премію за контроль. При цьому особливо актуальним стає проведення двоярусної тендерної пропозиції, суть якої полягає у поділенні акціонерів цільового підприємства на дві категорії відповідно до умов викупу контрольного пакета акцій. До першої категорії потрапляють акції, придбання яких необхідне для акумуляції контрольного пакета. Їх купують у акціонерів за ціною, що перевищує ринкову. Коли контрольний пакет акцій набраний, частину акцій підприємства, що залишилася, купують за гіршими умовами, ніж акції, що становлять контрольний пакет (викуп другої частини акцій зазвичай здійснюється за допомогою боргових цінних паперів з високою часткою невизначеності погашення).

Іншими словами, відбувається цілеспрямоване спонукання акціонера підприємства, що поглинається, продати свої акції на вигідніших для поглинача умовах викупу. Водночас, у відповідності з поправками до Закону Уільямсона, акціонери можуть розмірковувати протягом 20 днів, не побоюючись за можливість втрати вигідних умов викупу акцій [4, с. 61]. Причому внаслідок настання незначних поправок (збільшення розміру пакета), надається додатково 10 днів на роздуми. У разі настання значних змін (перегляд умов викупу, появи деяких додаткових тендерних пропозицій з боку конкурентів), законодавчо передбачено продовження часу на роздуми на 20 днів.

Відповідно до прийнятих механізмів регулювання поглинань на території України [10, с. 257–259], особа, яка придбала 50 і більше відсотків простих акцій товариства (контрольний пакет акцій), протягом 20 днів з дати придбання цього пакету зобов'язана зробити пропозицію всім акціонерам, стосовно придбання в них простих акцій цього товариства, окрім випадків придбання контрольного пакета акцій в процесі приватизації. Зазначена особа направляє публічну безвідзивну пропозицію (оферту) акціонерам товариства на ім'я наглядової ради підприємства або його виконавчого органу і повідомляє про це Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку та кожну біржу, на якій товариство пройшло процедуру реєстрації. Наглядова рада, в свою чергу, протягом 10 днів з моменту отримання повідомлення зобов'язана направити зазначене письмове повідомлення кожному акціонеру згідно з реєстром акціонерів.

Письмове повідомлення містить у собі інформацію про прізвище особи, яка придбала контрольний пакет акцій, запропоновану ціну придбання акцій та порядок її визначення; термін, протягом якого акціонери можуть повідомити про прийняття пропозиції щодо придбання акцій (від 30 до 60 днів з моменту надходження пропозиції); порядок оплати акцій, що придбаються та ін.

Ціна придбання акцій не може бути меншою за їхню ринкову ціну.

Особа, яка вже здійснила придбання значного пакету акцій, зобов'язана придбати акції у кожного акціонера, який приймає (акцептує) пропозицію за ціною, вказаною в повідомленні. Протягом 30 днів після закінчення зазначеного в пропозиції терміну, вона повинна оплатити акціонерам вартість їхніх акцій [10, с. 258].

Порівняння норм організаційної регламентації проведення тендерних пропозицій у США та Україні, показало, що законодавство цих країн зобов'язує поглинача розкривати свої наміри при спробі придбання значного пакету акцій товариства. Проте, в американському законодавстві, на відміну від українського, більш чітко регулюється порядок розкриття намірів поглинача щодо подальшої долі цільового товариства та надається можливість його управлінському персоналу вживати дії, які перешкоджають подальшому поглинанню товариства, тобто організувати ефективну систему захисту проти недружнього поглинання.

Зазначені регулюючі механізми, захищають також інтереси акціонерів при пропозиції щодо купівлі їхніх акцій, у частині отримання прийнятної для них ціни. З цих позицій, в українському законодавстві, на нашу думку, розроблені більш дієві норми захисту прав акціонерів, оскільки поглинач повинен придбати акції в акціонерів виключно за запропонованою їм ціною. Крім того, надання інформації про поглинач та кількості наявних в нього простих акцій товариства, дає можливість акціонерам цільового підприємства оцінити наслідки такого придбання й обміркувати доцільність продажу своїх акцій.

Хоча дехто з економістів [10, с. 259] дотримуються точки зору, що вимагання від поглинача придбати акції у акціонерів підприємства виключно за їхньою ринковою ціною, оприлюдненою в офіційному повідомленні про купівлю, надає можливість міноритарним акціонерам компенсувати втрату або зменшення контролю над діяльністю акціонерного підприємства, на нашу думку, вказана норма Закону “Про акціонерні товариства” доволі ліберально регулює взаємовідносини між поглиначем та цільовим

товариством, оскільки насамперед законодавчо не надається можливість управлінському персоналу підприємства, яке хочуть поглинути, організувати самостійно діючу систему захисту проти поглинання.

Варто зазначити, що оскарження угоди щодо методів набуття контрольного пакету акцій цільового підприємства рейдером (мається на увазі можливе використання механізмів маніпулювання цінами на акції), може бути проведено в суді, і вже там будуть створені умови щодо захисту підприємства від ворожого поглинання.

2. Боротьба за доручення. Це тактика поглинання, головною метою якої є відсторонення управлінського персоналу цільового підприємства. Вона базується на “апатії акціонерів”. Байдужість до здійснюваної політики управління акціонерним капіталом товариства найбільшою мірою проявляється в міноритарних акціонерів, які мають у своєму розпорядженні незначні пакети акцій, що не дають змоги реально впливати на прийняті на підприємстві рішення. Передбачається, що міноритарний акціонер, який не поділяє інтереси керівництва підприємства, має право передоверити представлення своїх інтересів на зборах іншій особі або продати свої акції акціонерному товариству. Разом з тим, згідно з дослідженнями, що проводяться зарубіжними аналітиками [12, с. 27], мажоритарні акціонери також прагнуть не вникати у внутрішні справи підприємства, принаймні до того моменту, коли доходність за цінними паперами підприємства починає зменшуватися, або виникають питання, що стосуються перспектив подальшого функціонування бізнесу.

Механізм боротьби за доручення, як правило, починає діяти в період організації системи захисту проти тендерної пропозиції, коли керівництво цільового товариства здійснює продаж непрофільних активів для максимізації готівки, з метою зустрічного придбання акцій підприємства-поглинача. На цій стадії рейдер прагне організувати суперечливе відношення акціонерів до вибору захисних методів, що реалізуються управлінським персоналом підприємства. Наприклад, ставиться завдання переконати

акціонерів підприємства в тому, що вибрана система захисту від поглинання не призведе до позитивних результатів.

Надалі така тактика переходить безпосередньо в боротьбу за голоси акціонерів з метою привернути їх голоси за прийняття рішення, яке вигідне покупцю. При цьому, активно застосовуються методи передачі за дорученням права представлення інтересів акціонера на зборах. Завершальним етапом механізму боротьби за доручення є проведення самого процесу голосування та підрахунок голосів, результати якого є предметом активних судових розглядів.

Вибір між тендерною пропозицією й боротьбою за доручення зумовлений зіставленням витрат на їх проведення: боротьба за доручення є менш витратним інструментом досягнення корпоративного контролю порівняно з тендерною пропозицією, проте, за ефективністю значно поступається останній.

Щодо застосування боротьби за доручення в українських умовах господарювання відзначимо, що цей метод поглинання, на нашу думку, може бути застосовний у рамках вітчизняного правового поля. Згідно зі ст. 39 Закону України “Про акціонерні товариства” [10, с. 187–189] будь-який власник акціонерного капіталу має право оформити доручення на користь особи, яка представляє його інтереси на зборах акціонерів. Тому рейдер може спробувати залучити голоси акціонерів на свою користь, включивши в реєстр акціонерів, що мають право брати участь у загальних зборах, “підконтрольного собі” учасника зборів. Разом з тим, ця спроба може і не забезпечити досягнення бажаних результатів. Оскільки згідно з п. 2. ст. 71 зазначеного Закону [10, с. 271], у разі, якщо угода, щодо якої є зацікавленість, порушує інтереси товариства, наглядова рада може заборонити її укладення, або винести це питання на загальні збори. Крім того, відповідно до норм ст. 50 цього Закону [10, с. 216] передбачено оскарження рішення загальних зборів, яке суперечить інтересам акціонерів товариства, у суді протягом трьох місяців з дати його прийняття. Ще одною

нормою, що захищає інтереси акціонерів товариства є те, що загальні збори акціонерного товариства та проведення голосування щодо прийняття значних угод (угод, здійснення яких істотно впливатиме на господарську діяльність товариства), проводиться за адресою місцезнаходження товариства. Цією нормою Закону забороняється проведення процесу голосування на території, що знаходиться далеко від розташування власників акціонерного капіталу.

3. Скупка акцій на фондовому ринку. Західний досвід господарювання свідчить, що альтернативою застосуванню тендерної пропозиції відносно підприємства, яке намагаються поглинути, є спроба скуповування акції через проведення низки угод на фондовому ринку. При цьому поглинач, з метою нерозголошення інформації про себе, може скористатися послугами підконтрольних йому структур, до яких можна зарахувати брокерські організації, що акумулюють акції підприємств під гарантії їх подальшого викупу.

Особливістю скупки акцій на ринку цінних паперів є збереження конфіденційності намірів рейдера, оскільки до тих пір, поки інформація про цілі поглинача не розкрита, можна купувати акції підприємства за ринковими цінами, тим самим, не сплачуючи премії за контроль і, відповідно, знижуючи витрати рейдера на досягнення контролю. Акумулювавши п'ятивідсотковий пакет акцій підприємства, можна протягом десяти днів із моменту купівлі надіслати товариству повідомлення про свої наміри відносно здійснюваної операції і під час цих же десяти днів, що надаються законодавчими нормами США, спробувати збільшити свій пакет акцій.

Успіх операції, що здійснюється, обумовлений наявністю так званих “ризикових арбітражерів” – професійних учасників фондового ринку, що спеціалізуються на скупці і подальшому перепродажу акцій цільового підприємства в процесі боротьби за установлення над ним контролю [4, с. 74].

Разом з тим, ризик реалізації цього методу поглинання полягає в тому, що ситуація може обернутися і не на користь рейдера, оскільки можна не

набрати контрольного пакету акцій цільового підприємства й самому опинитися в стані міноритарного акціонера. Отже, при проведенні рейдерських атак з боку інших підприємств, невдалий рейдер може потрапити в групу ризику, якій відповідають гірші умови викупу акцій підприємства – об'єкта поглинання.

При зіставленні тендерної пропозиції і скупки акцій на ринку з позиції витрат на їх проведення, необхідно зазначити, що метод скупки акцій припускає набагато менші вкладення коштів у своє здійснення, проте він вважається більш ризиковим інструментом. Навіть у разі невдалої спроби проведення тендерної пропозиції певний ефект від проведеного заходу все-таки досягнутий: цільове підприємство вже перебуває “у грі” і може бути поглинуте іншими підприємствами [4, с. 84]. Рейдер же у цьому випадку має у своєму розпорядженні значний пакет “голосуючих акцій” підприємства – об'єкта поглинання, які можна у короткий термін реалізувати на ринку зі значною для себе вигодою, що набагато перевищує витрати на проведення тендерної пропозиції.

Опинившись у положенні міноритарного акціонера при неефективній політиці скупки акцій, поглинач ризикує одержати мінімальну ціну за свої акції, тобто зазнати збитків від здійснюваної операції. У зв'язку з цим, успішна реалізація скупки акцій на фондовому ринку, досяжна тільки за умови акумуляції контрольного пакета акцій у порівняно малої групи акціонерів, заздалегідь згодних продати їх поглиначу за ціною з вищою премією, ніж пропонує ринок.

На нашу думку, перспективи застосування скупки акцій на фондовому ринку за механізмами, що регулюють ці процеси на території України, пов'язані передусім із маніпулюванням цінами в процесі проведення операцій з цінними паперами, які слабо регулюються вітчизняними законодавчими нормами.

Як варіант досягнення наміченої мети (акумуляції контрольного пакета акцій товариства), може розглядатися застосування інструментів переуступки

кредиторської заборгованості, що дають змогу надалі конвертувати придбані борги в акції. Проте зазначимо, що згідно із Законом України “Про акціонерні товариства” (п.1 ст. 23) [10, с. 120] здійснювати зазначені угоди буде вкрай складно. Тобто, норма Закону вказує, що “інвестор не може здійснювати сплату цінних паперів шляхом взяття на себе зобов’язань з виконання для товариства робіт, або надання послуг. Статутом акціонерного товариства можуть бути встановлені й інші обмеження за формами сплати цінних паперів. Товариство не може встановлювати обмеження або заборону на сплату цінних паперів грошовими коштами”. Із зазначеного випливає, що у статуті акціонерного товариства може бути прописана заборона на оплату акцій шляхом зарахування вимог до товариства і конвертувати борги товариства за короткостроковими кредиторськими заборгованостями у акції буде неможливо.

Забезпечення порядку проведення реструктуризації товариства передбачає дотримання умов прозорості з боку підприємства, що розміщує свої цінні папери на фондовому ринку, під час її здійснення. У зв’язку з цим, нами були розглянуті норми відповідальності, передбачені проектами Закону України “Про акціонерні товариства” від 18 грудня 2004 р. і 13 лютого 2008 р., а також Закону України “Про акціонерні товариства” від 17 вересня 2008 р. [14;13;10] за порушення прав акціонерів і інвесторів та приховування інформації про діяльність акціонерного товариства в контексті з аналогічними нормами, установленими Законом Сарбейнса – Окслі [15], що представлені в таблиці 1.

Згідно з даними таблиці 1, норми відповідальності за порушення прав акціонерів підприємства і його інвесторів, передбачені Законом України “Про акціонерні товариства” від 17 вересня 2008р., є більш дієвими за норми, що передбачалося ухвалити проектами зазначеного Закону. Про це свідчить те, що особа, яка своїми діями або бездіяльністю нанесла збитки товариству, повинна нести відповідальність перед ним за скоєне правопорушення.

Таблиця 1

Характеристика норм відповідальності за порушення прав акціонерів і інвесторів та приховування інформації про діяльність акціонерного товариства

Правопорушення	Норми відповідальності відповідно до			
	проекту Закону України “Про акціонерні товариства” від 18.12.2004 р.	проекту Закону України “Про акціонерні товариства” від 13.02.2008р.	Закону України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008р.	Закону Сарбейнса - Окслі
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
<i>Порушення посадовою особою емітента прав власників цінних паперів та (або) інвесторів</i>				
1. Ненадання або надання недостовірної інформації акціонеру та (або) інвестору про діяльність товариства	Накладення штрафу на посадову особу емітента у розмірі від двадцяти до ста неподатковуваних мінімумів доходів громадян (НМДГ)	Посадові особи органів акціонерного товариства, незалежно від підстав виникнення у них відповідних прав та обов'язків, несуть відповідальність перед товариством за збитки, завдані товариству своїми діями (бездіяльністю), у повному обсязі, враховуючи упущену вигоду	Посадові особи органів акціонерного товариства несуть відповідальність перед товариством за збитки, які спричинені цьому товариству внаслідок їхніх дій (бездіяльності), згідно закону	Якщо керівник товариства, акції якого продаються на фондовому ринку, не приніс спеціальну клятву про відповідальність його фінансової звітності реальному положенню справ, - штраф до 500 000 дол. США або до п'яти років ув'язнення.
2. Порушення порядку скликання та проведення загальних зборів акціонерного товариства, обрання членів органів управління товариства	Ті самі дії, вчинені особою, яку протягом року було піддано адміністративному стягненню за такі самі порушення, тягнуть за собою накладення штрафу на неї у розмірі від ста до трьохсот НМДГ		Якщо відповідальність згідно зі ст. 63 несуть декілька осіб, їх відповідальність перед товариством є солідарною	Якщо у звітності закралася помилка – штраф до 1 000 000 дол. США і до п'яти років ув'язнення
3. Невидача акціонерам документів, що підтверджують права власності на цінні папери товариства				
4. Порушення порядку проведення додаткової емісії акцій тощо				

1	2	3	4	5
<i>Приховання інформації про діяльність акціонерного товариства</i>				
1. Неподання або подання завідомо недостовірної інформації акціонерам щодо фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства та (або) оприлюднення такої інформації службовою особою товариства, якщо ці дії завдали велику матеріальну шкоду акціонеру *	Штраф у розмірі від двохсот до тисячі НМДГ і позбавлення права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю протягом трьох років Повторні дії припускають обкладання штрафом у розмірі від тисячі до п'яти тисяч НМДГ і позбавлення права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю від трьох до п'яти років Карається штрафом від чотирьохсот до п'ятисот НМДГ або позбавленням права займатися певною діяльністю на термін до трьох років, або виправними роботами на термін до двох років	Особа, зацікавлена у вчиненні акціонерним товариством дій, що призвели до того, що воно зазнало шкоди, несе відповідальність перед товариством у розмірі завданих йому збитків Товариство зобов'язано розкрити належну інформацію перед кожним акціонером відповідно до Закону "Про цінні папери та фондовий ринок" та інші законодавчі акти	Посадові особи органів акціонерного товариства несуть відповідальність перед товариством за збитки, які спричинені цьому товариству внаслідок їхніх дій (бездіяльності), згідно закону. Якщо відповідальність згідно зі ст. 63 несуть декілька осіб, їх відповідальність перед товариством є солідарною Товариство зобов'язане розкривати належну інформацію перед кожним акціонером відповідно до Закону "Про цінні папери та фондовий ринок" та інші законодавчі акти	Якщо помилка навмисна - штраф до 5 000 000 дол. США і двадцять років ув'язнення. Якщо має місце неправомірне знищення аудиторської документації, якщо були посадові злочини службовців товариств, якщо має місце обман акціонерів, замах на здійснення правопорушення і змову у цілях здійснення правопорушень, передбачених Законом, встановлена та ж міра відповідальності, що і за фактично здійснене правопорушення
2. Випуск (емісія) у великих розмірах громадянином або службовою особою суб'єкта господарської діяльності цінних паперів у формі їх відкритого розміщення без реєстрації емісії у встановленому законом порядку				
* Матеріальна шкода вважається заподіяною у великому розмірі, якщо її сума у тисячу разів перевищує неоподатковуваний мінімум доходів громадян (17 грн), який використовується тільки при накладенні штрафу				

Разом з тим, підкреслимо, що особа (або особи, що діють спільно), несе обмежену відповідальність, оскільки зобов'язана погасити в повному обсязі лише скоєні збитки, враховуючи упущену вигоду (в разі порушення норм, які

захищають права акціонера – робітника товариства, посадова особа притягується до адміністративної та майнової відповідальності, також вона звільняється з посади, яку займає) [10, с. 142]. Однак, якщо власник акцій товариства (посадова особа) зашкодив акціонерам товариства, то він повинен нести повну відповідальність також і перед державою, оскільки його дії призвели до порушення принципів прозорості, гарантом додержання яких є державні органи нагляду за проведенням угод з купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку. У цьому відношенні норми відповідальності, що діють у США згідно з Законом Сарбейнса – Окслі, бездоганно забезпечують дотримання принципів прозорості при проведенні угод на фондовому ринку, оскільки вкрай жорстко регулюють будь-які наміри щодо порушення принципів проведення процедур реструктуризації акціонерних товариств.

Висновки. Проведений порівняльний аналіз вітчизняних та зарубіжних норм організаційного регламентування процедур реструктуризації акціонерних підприємств показав, що вітчизняні норми організаційної регламентації угод щодо купівлі-продажу цінних паперів на фондовому ринку за своєю “змістовною” складовою, є близькими до зарубіжних в тій частині, яка вимагає від акціонерного товариства оприлюднювати всі свої дії, які воно робить, коли виходить на фондовий ринок. Це, на нашу думку, є основною позитивною стороною прийнятого Закону “Про акціонерні товариства”, оскільки із його прийняттям Українське законодавство про корпоративне управління поступово наближається до норм Міжнародного права в регулюванні угод з цінними паперами на фондовому ринку. Норми Міжнародного права жорстко регулюють додержання принципів прозорості при проведенні процедур реструктуризації акціонерних підприємств, а українські підприємства повністю дотримуються їх лише при здійсненні спільних угод із зарубіжними партнерами.

Щодо дотримання норм організаційного регламентування процедур реструктуризації акціонерних підприємств безпосередньо на теренах

України, зазначимо, що наміри законодавчої влади відносно того, щоб кожна операція із цінними паперами на фондовому ринку була публічною, рано чи пізно забезпечать додержання принципів прозорості на вітчизняних біржах і більшу довіру до операцій на фондовому ринку.

Нині, Закон України “Про акціонерні товариства” доволі ліберально регулює відносини між акціонерами та кредиторами при здійсненні процедур реструктуризації акціонерних підприємств. Лібералізація, в даному випадку, полягає в тому, що чинні норми певною мірою захищають права акціонерів, в тому числі й міноритарних, але поки що не забезпечені дієвими механізмами їх ефективної реалізації. Захист прав акціонерів у повному обсязі здійснюється нині лише при розгляді справ у арбітражних судах України.

Існуючі норми Закону “Про акціонерні товариства”, як зазначалося, намагаються примусити вітчизняних суб’єктів господарювання дотримуватись принципів публічності – згідно з цим критерієм, акціонерні товариства відкритого типу тепер називаються публічними, а закритого типу – приватними. Управлінський персонал публічних акціонерних товариств задовольняє їхні потреби в капіталі шляхом залучення фінансових ресурсів на фондовому ринку (емісія акцій), натомість, приватні акціонерні товариства покривають свої потреби в капіталі завдяки використанню боргових цінних паперів (наприклад, векселів), а також завдяки використанню банківських кредитів.

Наведений Законом “Про акціонерні товариства” критерій публічності дозволяє, на нашу думку, додержуватись принципу – “кожна акція повинна бути публічною”. У відповідності з цим, очевидно, будуть виконуватись принципи прозорості при проведенні процедур реструктуризації акціонерних підприємств, як з боку зовнішнього середовища (фондовий ринок та ін.), так і з боку управлінського персоналу та акціонерів підприємства, які здійснюють операції з цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку.

В подальшому слід розробити механізми відповідальності, які б жорстко регулювали будь-які прояви непрозорості при проведенні операцій

купівлі-продажу цінних паперів і підвищили рівень довіри суб'єктів господарювання до вітчизняного фондового ринку. Узагальнення західного досвіду реструктуризації акціонерних товариств свідчить, що без жорстких регулюючих механізмів вітчизняні норми додержання прозорості так чи інакше будуть порушуватися.

Використані джерела

1. Редькін О.С. Взаємозв'язок процесів корпоратизації з перерозподілом акціонерного капіталу на підприємствах харчової промисловості / О. С. Редькін // Перспективи становлення конкурентоспроможності регіональної економіки. Матеріали шостого Пленуму Співки економістів України та міжнар. наук.-практ. конф. ; під заг. ред. В. В. Оскольського. – К. : Співка економістів України, 2007. – С. 172–180.
2. Ровинський Ю.А. Організаційно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України / Ю. А. Ровинський : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. наук з державного управління : спец. 25.00.02 "Механізми державного управління"/ Ю. А. Ровинський. – Одеса, 2005. – 21 с.
3. Кубліков В.К. Пріоритети розвитку корпоративного сектора та ринку цінних паперів в Україні : дис. на здобуття наук. ступеня доктора екон. наук : спеціальність 08.00.08 / Володимир Костянтинович Кубліков. – Одеса, 2009. – 417с.
4. Джафаров Д.А. Операции поглощения акционерных обществ: зарубежный опыт и российская практика: дис. на соискание учен. степени канд. эконом. наук : специальность 08.00.10 / Джафар Айгубович Джафаров. – М., 2002. – 178 с.
5. Крыжановский В.Г. Реструктуризация предприятий / Крыжановский В.Г. – М. : Приор, 1998. – 582 с.
6. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : навч. посіб. / Олег Александрович Терещенко. – К. : КНЕУ, 2004. – 554 с.
7. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг : учеб. пос. / Юлий Яковлевич Кравченко. – [2-е изд.]. – К. : Дакор, 2006. – 712 с.
8. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України – офіц. текст із змін. станом на 5 лют. 2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.fk.com.ua/legislation.
9. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан ; пер. с англ. А. Шматова. – [2-е изд.]. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 741 с.
10. Уварова О. Коментарі до Закону України "Про акціонерні товариства" / О. Уварова, Р. Кабальський. – Х. : Фактор, 2009. – 384 с.
11. Туник И.Ю. Антирайдер : пособие по противодействию корпоративным захватам / И. Ю. Туник, В. А. Поляков. – С.Пб : Питер, 2007. – 208 с.
12. Herbert A. Einhorn and J. William Robinson, Shareholder Meetings / Herbert A. – New York : Practicing Law Institute, 1984. – 173 p.
13. Про акціонерні товариства : Проект Закону України // Офіц. текст із змін. станом на 13 лют. 2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.aub.com.ua/ua/infobankir.html?_m=publications&_t=rec&id=11779.
14. Про акціонерні товариства : Проект Закону України // Офіц. текст станом на 18 груд. 2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.fk.com.ua/legislation.

15. Sarbanes – Oxley Act (SOX). At the second session. Begun and held at the City of Washington on Wednesday, the twenty-third day of January, Two thousand and two [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/ru_audit%26corporategovernance_sarbanesact_250603%281%29.pdf.

Волчек Р.Н.

к.э.н., старший преподаватель кафедры экономического анализа
Одесский государственный экономический университет

В статье проведен сравнительный анализ отечественных и зарубежных норм организационного регламентирования процедур реструктуризации акционерных предприятий. Рассмотрены технологии проведения недружественных сделок по поглощению предприятий, и предпринята попытка оценить степень регулирования государством данных процессов

Volchek R.N.

Candidate of Economic sciences, senior lecturer of the cathedra of economic analysis
Odessa State Economic University

In this article there is given comparative analysis of domestic and foreign norms of organizational reglementation of restructuring of procedures of joint stock companies. There examined technologies of carrying out of unfriendly bargains of acquisitions enterprises and made an attempt to estimate degree of regulating by the state of the given processes