

Стефанія Осадчук,

кандидат юридичних наук, доцент
кафедри правового регулювання
економіки та правознавства
Тернопільського національного
економічного університету

Міноритарний акціонер: міф чи реальність

Анотація

В статті висвітлюється проблема правового статусу міноритарних акціонерів. Наголошується на необхідності чіткого врегулювання прав і обов'язків таких акціонерів, захисту їх прав, встановлення системи взаємодій і протипаг, яка б сприяла співпраці, а не конфронтації міноритаріїв з мажоритаріями

Ключові слова: акціонерне товариство, акціонер, міноритарний акціонер, мажоритарний акціонер, дивіденди, управління акціонерним товариством

Аннотация

В статье освещается проблема правового статуса миноритарных акционеров. Акцентируется на необходимости четкого регулирования прав и обязанностей таких акционеров, защите их прав, установления системы взаимодействий и противодействий, которая способствует сотрудничеству, а не конфронтации миноритариев и мажоритариев

Ключевые слова: акционерное общество, акционер, миноритарный акционер, мажоритарный акционер, дивиденды, управление акционерным обществом

Annotation

This article considers an issue of legal status of minority stockholders. It emphasizes the necessity to clearly adjust the rights and obligations of such stockholders, to protect their rights, to establish a framework of interaction and counteraction, which would facilitate cooperation, not confrontation between minority stockholders and majority ones.

Key words: joint-stock company, stockholder, minority stockholder, majority stockholder, dividends, joint-stock company management

Україна є країною, яка парадоксальним чином поєднує в собі дві системні проблеми: надзвичайно високу концентрацію власності та велику кількість дрібних акціонерів (за різними оцінками, 13–15 млн. осіб). [4]

Попри те, що у вітчизняному законодавстві не міститься визначення міноритарних акціонерів, а також практично відсутні механізми захисту їхніх прав, всіх акціонерів можна класифікувати наступним чином. Насамперед, це ті акціонери, які умовно володіють однією акцією і практично не впливають на діяльність товариства. Іншу групу складають акціонери, які володіють більш ніж 10% статутного фонду (СФ). Вони мають право вимагати від товариства скликання загальних зборів і внесення певних питань до їх порядку денного. Акціонери, у власності яких перебуває 25% СФ+1 акція, мають право блокувати рішення загальних зборів з питань внесення змін до статуту товариства та його ліквідації. Впливати на діяльність АТ можуть акціонери, що володіють 50%+1 акція. Однак більш реальні важелі впливу є у власників 60% СФ, розмір пакета яких може забезпечити кворум на загальних зборах. Повноправними власниками АТ є акціонери, що володіють 75% СФ+1 акція. Виходячи з такої класифікації до міноритарних акціонерів можна віднести осіб, що володіють менш, ніж 25% СФ+1 акція.

Таким чином, міноритарними вважаються акціонери (учасники господарського товариства), які не можуть самостійно істотно впливати на управління товариством через незначність їхнього пакету акцій (частки). У світовій практиці держателями міноритарних пакетів акцій є, як правило, портфельні інвестори, метою яких є одержання прибутку (у вигляді дивіденду); проте в українських реаліях часто міноритаріями є фізичні особи – члени трудових колективів колишніх приватизованих державних підприємств, а також їхні спадкоємці. Специфіка статусу міноритаріїв полягає в тому, що вони є особливо вразливими до зловживань з боку крупних держателів акцій (мажоритаріїв).

Доречно зауважити, що основним принципом англійського корпоративного права є те, що інтереси мажоритаріїв превалюють. В одному судовому прецеденті було сказано, що той, хто зацікавлений у акціонерних товариствах, повинен приймати правило мажоритарія. Взагалі у зарубіжній літературі слабкість прав міноритаріїв закладена у самому визначенні. Так, міноритарний акціонер визначається як акціонер товариства, що має настільки мало акцій щодо загальної кількості акцій, що він неспроможний контролювати управління товариством та обирати директорів. Тобто ця обмеженість закладена у концепції, суті цього поняття.

У переважній більшості наукових публікацій йдеться про те, що міноритарні акціонери почасти потерпають від дій мажоритарних. Це обумовлено тим, що мажоритарні акціонери мають більше можливостей впливати на діяльність товариства, а це іноді не подобається акціонерам, котрі не мають такої можливості, у них інший погляд на обґрунтованість того чи іншого рішення, прийнятого на загальних зборах мажоритарними акціонерами. Спробуємо розібратись, чи дійсно міноритарії заслуговують на таку увагу.

Навіщо покупець – майбутній міноритарний акціонер – купує невелику кількість акцій (міноритарний інтерес) у акціонерному товаристві? Відповідей на це запитання може бути кілька, зокрема, такі:

1. Отримувати дивіденди по акціях товариства (хоча вони будуть дуже невеликими щодо загальної суми дивідендів акціонерного товариства).
2. Отримати прибуток з перепродажу акцій зі сподіванням, що ціна на них зросте (зрозуміло, це дуже ненадійний спосіб отримання прибутку і майбутній акціонер робить це на свій страх і ризик).
3. Для впевненості у тому, що його не звільнять з товариства, якщо він перебуває у трудових відносинах з ним (хоча такий мотив носить досить умовний характер, адже де-юре такої гарантії не існує, і міноритарний акціонер не має можливості визначати трудовий статус будь-якого працівника на підприємстві).
4. Він сподівається на більшу оплату праці (проте міноритарний акціонер не має права встановлювати оплату певних працівників, цей варіант, як і попередній, зводиться до, так би мовити, психологічного впливу).
5. Для голосування з особливо важливих питань, що потребують 2/3 голосів (у цьому разі потрібно придбання не менш ніж 33,4% акцій). Утім реально управляти товариством він не може, тож постає запитання, навіщо комусь придбавати акції для блокування питань, що, можливо, будуть, а, можливо, і не будуть вирішуватися у майбутньому?
6. Щоб мати «коливний» голос. Наприклад, коли придбається 10% акцій товариства і якщо двоє інших акціонерів мають по 45% акцій, то у разі спору з певного питання між двома акціонерами міноритарний акціонер може мати вплив на рішення загальних зборів. Однак два інших акціонера завжди можуть управляти товариством без участі міноритарного акціонера.
7. Для захоплення (рейдерство) або шантажування (грінмейл) товариства.

Отже, юридично значимих та таких, що відповідають принципам добросовісності та розумності лише дві: отримання дивідендів та отримання прибутку у разі перепродажу за вищою ціною. По суті, можна узагальнити ці дві мети поняттям "отримання грошового прибутку" [5].

Почасти можна почути думку, що міноритарних акціонерів позбавляють права управління у товаристві. Здається, тут треба визначитись, чи є в нього реально таке право? Формально – так, але якщо інший акціонер володіє 51% акцій, то фактично міноритарний акціонер не має можливості керувати товариством. Не в силу того, що його позбавляють цього права, а в силу того, що він придбав малий пакет акцій.

Захисник міноритаріїв може поставити таке питання: якщо особа купує невелику кількість акцій з метою не управляти, а отримувати прибуток, і на загальних зборах приймається рішення про реінвестування дивідендів, то чи можна назвати це обмеженням права міноритарного акціонера на отримання дивідендів? Вважається, що ні, адже у законодавстві передбачено, що учасник господарського товариства має не право на отримання дивідендів, а право «брати участь у розподілі прибутку товариства і одержувати його частину (дивіденди)». Отже, загальні збори

в силу Закону мають право прийняти таке рішення, і це не може вважатися обмеженням будь-кого з акціонерів. Тим більше, що мажоритарні акціонери таким само чином реінвестують прибуток, і у цьому відношенні вони рівні з міноритарними акціонерами.

Отже, більшість міноритарних акціонерів первинно мають малий, або незначний інтерес у товаристві. Поза сумнівом, треба захищати їх від незаконних дій з боку мажоритарних акціонерів чи менеджменту, як і будь-якого іншого суб'єкта, який потерпає від порушення Закону. Але не треба говорити, що можливості реалізувати інтереси міноритарних акціонерів мають бути такими ж, як і можливості мажоритарних.

У рішенні від 1.12.2004 р. № 18-рп/2004 Конституційний Суд України (КСУ) відзначив незадовільний стан із захистом прав міноритаріїв в Україні: “Проблема правового захисту індивідуальних інтересів, особливо міноритарних акціонерів, як і виключення можливості зловживання такими інтересами, у сучасному законодавстві України ефективно не вирішена. В результаті акціонери, які мають незначний пакет акцій, взагалі не можуть впливати на діяльність товариства, їхні голоси фактично не враховуються на загальних зборах під час прийняття рішень, тобто законодавець свідомо допускає абсолютний пріоритет більшості голосуючих акцій, якими володіють кілька або навіть один акціонер, над меншістю голосуючих акцій, що належать переважній більшості учасників товариства – міноритарним акціонерам, і цим самим відбувається повне погашення законних індивідуальних інтересів останніх інтересами акціонерного товариства, формулювання яких залишається, як правило, прерогативою меншості учасників товариства”[2].

Закон України «Про акціонерні товариства» [1], що набрав чинності 29 квітня 2009 р., хоча і є дуже далеким від ідеалу, але означає дуже серйозні зрушення у системі корпоративного управління та правовому положенні акціонерів меншості. В ньому зроблено суттєвий крок вперед у встановленні балансу як між інтересами мажоритарних і міноритарних акціонерів, так і керівництвом акціонерних товариств.

Основними новелами закону є покращений захист міноритарних акціонерів: повідомлення про консолідацію понад 10% акцій у певної групи; можливість виходу шляхом продажу акцій по ринковій ціні при незгоді із значним правочином, зміною статутного капіталу чи купівлею певною групою понад 50% акцій; обрання спостережної ради, якій надані повноваження обрання виконавчого органу шляхом кумулятивного голосування, що, у свою чергу, дає можливість навіть міноритарним акціонерам мати свого представника в спостережній раді; приведення акцій виключно в електронну форму й проведення зборів лише за місцем реєстрації товариства.

Цей Закон також зменшив відсотковий бар'єр для надання пропозицій на включення певного питання до порядку денного загальних зборів товариства з 10 % до 5 %;

- розширив та деталізував перелік питань, прийняття рішень з яких потребує кваліфікованої більшості голосів акціонерів, додавши до таких питань анулювання викуплених акцій; зміну типу товариства; розміщення акцій; зміну розміру статутного капіталу товариства; про виділ та припинення товариства; про ліквідацію товариства, обрання ліквідаційної комісії; затвердження порядку та строків ліквідації; порядку розподілу між акціонерами майна, що залишається після задоволення вимог кредиторів, і затвердження ліквідаційного балансу; затвердження значних правочинів вартістю понад 50 % активів товариства;
- підвищив розмір кваліфікованої більшості з 75% від голосів присутніх акціонерів (тобто з урахуванням кворуму в 60 % + 1 акція це могло становити усього 45% голосів) до 75% від усіх акціонерів, включно з відсутніми на зборах акціонерами;
- запровадив кумулятивне голосування (при якому загальна кількість голосів акціонера помножується на кількість членів органу товариства, що обираються, а акціонер має право віддати всі підраховані таким чином голоси за одного кандидата або розподілити їх між кількома кандидатами) для обрання членів наглядової ради, тим самим надавши міноритаріям реальну можливість призначити свого представника до цього органу товариства;
- запровадив обов'язковий викуп товариством акцій на вимогу акціонерів, які голосували проти прийняття найважливіших рішень, як-от: виділ чи припинення товариства, зміна його типу з публічного на приватне, вчинення товариством значного правочину (правочину, предметом якого є майно, що становить більш ніж 25% вартості активів товариства), зміна розміру статутного капіталу (збільшення або зменшення);
- запровадив обов'язок покупця 50% і більше акцій зробити безвідкличну оферту всім акціонерам придбати у них прості акції товариства за їх ринковою вартістю з максимальним розстроченням платежу в 30 днів. Однак, у Законі не вирішена проблема правового захисту індивідуальних інтересів міноритарних акціонерів, на яку звернув увагу КСУ в справі про охоронюваний законом інтерес. Закон майже не містить положень стосовно дивідендної політики (ЗУ "Про Державний бюджет на 2010 рік" було внесено зміни до Закону "Про акціонерні товариства", відповідно до яких у 2010 році акціонерні товариства зобов'язувалися виплатити дивіденди з чистого прибутку звітного року та/або нерозподіленого прибутку у строк не пізніше 6 місяців після закінчення звітного року в розмірі не менш, ніж 30%. В цьому разі міноритарії мали б право на пред'явлення позову проти товариства із вимогою про проведення зборів та спонукання до прийняття рішення щодо виплати дивідендів за умови, що товариство за результатами звітного року задекларувало прибуток. Однак

ці зміни визнано неконституційними рішенням КСУ від №22-рп/2010 від 30.11.2010); кумулятивне голосування, яке запроваджується Законом, фактично допускає міноритарних акціонерів лише до представництва в органах управління товариства, а не до реальної участі в управлінні АТ.

Практично Закон надав таким акціонерам лише право в деяких випадках вимагати викупу акцій товариством або мажоритарними акціонерами. Складається враження, що законодавець стимулює інвесторів забирати з акціонерних товариств гроші, а не вкладати їх. За таких умов інвестиційно цікавими й надалі будуть лише такі пакети акцій, які дозволятимуть одноосібно керувати товариством. Дрібні ж так і не стануть привабливими об'єктами розміщення капіталу, а тому будуть легкою здобиччю недобросовісних учасників ринку. Мажоритарним акціонерам Закон також не дав гарантій від зловживань із боку міноритарних акціонерів і непідконтрольних органів управління. Визначаючи контроль як володіння 50% і більше акцій, Закон знизив кворум загальних зборів до 60%. Тож маємо певну кількість товариств із двома власниками контрольних пакетів, а ще більше – таких, де власник контрольного пакету не зможе провести загальні збори.

Щодо недоліків нового закону, то вже на початковому етапі аналізу їх досить багато. Законодавець, напевно, спеціально залишив прогалини для заповнення їх практикою. Ці питання варто вирішувати шляхом роз'яснень комісії цінних паперів і судової влади. Для повноцінного використання закону необхідна бездоганна робота фондового ринку. Інакше втрачається зміст публічного товариства й багатьох механізмів роботи.

Окрім того, закон може створити проблеми з фінансуванням для потенційних інвесторів. З огляду на необхідність обов'язкової пропозиції на викуп міноритарія при покупці понад 50%, інвестор фактично повинен мати фінансування, достатнє для покупки 100% акцій. Незрозуміло, що робити акціонерам, у яких товариство не може викупити акцій через відсутність фінансування, однак повинно це зробити.

На жаль, Закон не відповідає європейським стандартам у цій сфері й насамперед Директивам 68/151/ЄЕС та 77/91/ЄЕС. Не зовсім зрозуміло й положення Закону про привілейовані акції, за яким АТ може надати власникам привілейованих акцій необґрунтовано великі можливості при голосуванні й розподілі прибутку, нівелюючи права власників простих акцій. Можна зробити висновок, що, по-перше: Закон справді вносить уточнення до існуючого законодавства, з'ясовує деякі питання стосовно прав і обов'язків акціонерів, частково покращує становище міноритаріїв. По-друге, не зрозуміло, чому саме європейські стандарти у сфері АТ не були відображені в Законі, хоча євроінтеграція визнана державним пріоритетом. По-третє, питання рейдерства й засобів боротьби з цим явищем хоча й частково відображаються в Законі, але не можуть бути прийняті як достатні, а тому й неефективні [4].

Наявна внутрішня неузгодженість сприяє тому, що Закон ризикує не мати очікуваного ефекту, а залишитися змінами заради змін.

Вкладення в акції компаній США і інших розвинених країн дають можливість працювати на коливаннях їх цін, а не чекати прибутки від дивідендів. В Україні акції служать засобом придбання контролю над підприємством. А надалі – для управління ним. Акціонерна структура в українських умовах – просто формальність. І найближчими роками навряд чи ситуація зміниться.

З ухваленням нового ЗУ «Про акціонерні товариства» робота зі створення сприятливих умов для залучення інвестицій не завершена. Потрібно через законодавство підсилити роботу фондового ринку, ринку цінних паперів, національної системи депозитаріїв і продовжити роботу над захистом прав інвесторів. З одного боку, ухвалення цього Закону для українських акціонерних товариств є кроком до цивілізованого ведення бізнесу і залучення інвестицій, а з іншого – знову витрата сил і часу для приведення статутних документів у відповідність із новим Законом, а для законодавця – випробування на міцність: коли і як будуть приведені відповідні нормативні акти у відповідність до ЗУ «Про акціонерні товариства».

За таких умов міноритарні акціонери потрапляють у замкнене коло: деякі з них намагаються якнайшвидше продати свої акції, але нашттовхуються на цілковиту відсутність попиту на них.

Кого ж може зацікавити придбання акцій, які належать міноритарним акціонерам? Центри фондових операцій традиційно не скуповують акцій таких підприємств. У багатьох країнах для котування на фондових біржах акції певної компанії припускають тільки тоді, якщо щонайменше 25% таких акцій перебуває у вільному обігу на ринку. У випадку з акціями міноритарних акціонерів про це не може бути й мови, оскільки часто головний акціонер таких підприємств володіє надто значним відсотком акцій. Тому центри фондових операцій намагаються триматися якнайдалі від таких акцій і завжди ретельно перевіряють, з акціями якого підприємства вони мають справу й кому належить решта цінних паперів.

Окремі компанії або фізичні особи не хочуть мати справу з акціями міноритарних акціонерів, оскільки ті майже ніколи не отримують дивідендів. За таких умов їхні акції перетворюються на фінансові інструменти, які не приносять ані найменшої користі своїм власникам. Ба більше, недосконалість фондового ринку призводить до того, що перепродати такі акції третім особам таким покупцям буде надзвичайно складно.

Третю категорію потенційних покупців таких акцій становлять мажоритарні акціонери. Та вони виявляють активність на фондовому ринку доти, поки до їхніх рук не потрапить контрольний або блокувальний пакет акцій (від 20-25% до 50%+1

акція залежно від сфери діяльності та типу підприємства). Після цього будь-яка зацікавленість мажоритарного акціонера в придбанні решти акцій стрімко згасає, і до будь-якої додаткової скупівлі акцій міноритарних акціонерів вони вдаються лише у окремих випадках.

Найчастіше єдиною компанією, яка переймається проблемами міноритарних акціонерів і приходять їм на допомогу, стає саме підприємство-емітент. Головною причиною такої "благодійності" можна вважати обставини, за яких відбувалася приватизація більшості державних підприємств на початку 1990-х років. Тоді акції багатьох новостворених акціонерних товариств безкоштовно роздавали представникам трудового колективу. І подальші господарські суперечки на таких підприємствах часто вирішували полюбовно, оскільки сторони таких конфліктів часто знали одна одну впродовж багатьох років і розглядали господарські конфлікти швидше як сімейні чвари, які можна й потрібно вирішувати з найменшою шкодою для всіх дійових осіб.

Проте часи змінилися. На деяких підприємствах власники акцій стають до лав непримиренних борців за свої "права" і втягують підприємства-емітенти в довготривалі й безперспективні господарські війни. Внаслідок цього вони втрачають довіру підприємств-емітентів і залишаються зі своїми акціями наодинці. Щобільше, конфлікт з мажоритарним акціонером також може завдати міноритарним акціонерам значної шкоди. Причина в тому, що рішення про купівлю своїх акцій підприємство-емітент ухвалює на згадуваних загальних зборах акціонерів. На загальних зборах невдоволений мажоритарний акціонер може заблокувати рішення підприємства-емітента про скупівлю своїх акцій. У такий спосіб міноритарні акціонери не зможуть позбутися своїх акцій доти, доки не буде вирішено господарського конфлікту на їхньому підприємстві.

Таким чином, попри поступове поліпшення правового статусу та "корпоративної ваги" міноритарних пакетів у положеннях Закону "Про акціонерні товариства" міноритарії дуже часто фактично позбавлені права на судовий захист своїх інтересів та досі не мають дієвих важелів для істотного впливу на товариства у найважливішому для них питанні – нарахуванні та сплаті дивідендів.

Використана література:

1. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 року №514-УІ // ВВР України. – 2008. - №№50-51, ст. 384
2. Рішення Конституційного Суду України від 01.12.2004 року №18 рп/2004 (справа про охоронюваний законом інтерес) // <http://zakon1.rada.gov.ua>
3. Закон України «Про АТ» - крок вперед у розвитку підприємництва //Правовий тиждень. – 2008. - №48 (121) від 25 листопада 2008 року

4. Єфименко А. Корпоративне управління за Законом «Про акціонерні товариства»: здобутки та помилки //Юридичний журнал: аналітичні матеріали, коментарі, судова практика /МОН України; НПУ ім. Драгоманова; Ін-т політології та ін. – Київ, 2009.– № 9 (87). – С. 22-30.
5. Пашутін Є. Під гаслом захисту прав міноритаріїв //Юридична газета. - 2007. - №23 (107) від 07.06.2007 року
6. Федоренко А. Пастка для міноритарних акціонерів //Поступ. – 2009. – 12 серпня.
7. Федорчук Д. Актуальні зміни у правовому статусі міноритарних акціонерів //Право і закон. - Всеукраїнський юридичний інформаційно-довідковий проект. – 04.11.2010 року.