

ПРОБЛЕМИ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВИКУПУ АКЦІОНЕРНИМ ТОВАРИСТВОМ ВЛАСНИХ АКЦІЙ

Юлія Хорт,

канд. юрид. наук,
асистентка кафедри господарського права
Національної юридичної академії України ім. Ярослава Мудрого,
м. Харків



Обмеження на викуп товариством власних акцій є одним із важливих елементів сучасної доктрини підтримки капіталу. В українському законодавстві викуп товариством власних акцій розглядається скоріше як виняток, аніж правило. Такий висновок зумовлює велика кількість обмежень, що передбачені чинним законодавством. Це пов'язано з необхідністю захисту інтересів як кредиторів (від зменшення чистих активів товариства, доступних для задоволення їх вимог), так і акціонерів (від розмивання їх частки у статутному капіталі, а також знецінення їх акцій).

Правове регулювання придбання товариством власних акцій є одним із найскладніших завдань для законодавця. Це пояснюється як його перевагами, так і можливими проблемами, що супроводжують здійснення цієї процедури. Основні переваги викупу власних акцій: він може бути засобом проти поглинання; інструментом самоінвестування; збереження контролю у невеликих акціонерних товариствах (далі – АТ); він може забезпечувати залучення працівників товариства до участі в його капіталі, не здійснюючи при цьому нового випуску акцій тощо. У той самий час неврегульоване належним чином придбання товариством власних акцій може створювати підґрунтя для численних порушень: внутрішня несправедливість (може мати місце дискримінація серед акціонерів, коли окремі його учасники користуються можливістю продати акції за вищою ціною, або коли товариство викупує акції в акціонерів за значно нижчою від ринкової ціни); ринкові маніпуляції ціною; інсайдерська торгівля; неправомірні спроби укріпити чи забезпечити корпоративний контроль; зростання ризику неплатоспроможності товариства (коли активи товариства, представлені його акціями, внаслідок значного зниження їх курсу) [1, с. 1–27].

Окремі проблеми, пов'язані з викупом товариством власних акцій, вже досліджували такі вітчизняні вчені, як О. Вінник, О. Кібенко, І. Спасиво-Фатеева, А. Пендак Сарбах та ін. Однак у зв'язку з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» від

17.09.2008 р. № 514 у регулюванні викупу товариством власних акцій відбулися значні зміни, що, відповідно, вимагає ґрунтовного аналізу правових норм. Відбувається перехід від ліберальної моделі у його регулюванні до жорсткої. В європейському праві, навпаки, нещодавно відбулися істотні зміни у регулюванні викупу акцій у бік його істотної лібералізації. Зазначені тенденції вимагають відповідного правового осмислення.

Згідно з ч. 1 ст. 66, п. 13 ч. 2 ст. 33 Закону України «Про акціонерні товариства» рішення товариства про викуп ним власних акцій може прийматися за згодою власників акцій і виключно за рішенням його загальних зборів. До внесення відповідних змін воно могло прийматися й іншим органом управління АТ, якщо таке повноваження віднесено до його компетенції статутом або загальними зборами¹.

З одного боку, викуп товариством власних акцій може істотним чином змінювати контрольні повноваження в товаристві, тому з метою захисту прав акціонерів відповідне рішення повинні приймати його загальні збори, а з іншого – віднесення вказаного повноваження до їх виключної компетенції може перешкоджати укладенню й потенційно вигідних для товариства угод. У зв'язку з цим вважаємо за необхідне передбачити можливість уповноваження загальними зборами органу управління товариства на прийняття рішення про викуп останнім власних акцій, яким може бути виконавчий орган товариства або наглядова рада. При цьому слід встановити строк такого уповноваження, який, однак, не повинен перевищувати 5 років (за аналогією із ст. 19 Другої директиви ЄС про капітал, а також кількість акцій на рік, яку уповноважений орган може придбати без наступного затвердження загальними зборами).

Важливою зміною у регулюванні викупу акцій є поділ методів викупу на пропорційний і непропорційний. *Пропорційний* – це

¹Пункт 2.2 Положення про придбання, реалізацію та анулювання АТ акцій власного випуску, затверджене рішенням ДКЦПФР від 19.09.2006 р. № 954.

придбання АТ розміщених ним акцій пропорційно кількості акцій певного типу та/або класу, запропонованих кожним акціонером до продажу (п. 16 ч. 1 ст. 2 Закону «Про акціонерні товариства»); *непропорційний* – викуп визначеної кількості акцій певного типу та/або класу в окремих акціонерів за їх згодою. У такому разі рішення загальних зборів про викуп акцій має містити прізвища (найменування) акціонерів, у яких викуповуються акції, та кількість акцій певного типу та/або класу, які викуповуються у цих акціонерів (ч. 2 ст. 66 Закону «Про акціонерні товариства»). Раніше згідно з Положенням про придбання, реалізацію та анулювання АТ акцій власного випуску пропозиція про їх придбання мала здійснюватися всім акціонером товариства. Якщо ж загальна кількість акцій, заявлених акціонерами до продажу, перевищує кількість акцій, яку має намір придбати товариство, то воно може здійснити придбання цілого числа акцій у кожного акціонера пропорційно його частці у загальному обсязі заявлених пропозицій або прийняти рішення про придбання акцій у всіх акціонерів, які надали заяви про продаж акцій. Отже, існує значна різниця у визначенні методів придбання акцій за Законом України «Про акціонерні товариства» та згаданим Положенням. За останнім про викуп товариством власних акцій повинні повідомлятися всі акціонери, а вже потім АТ вирішує здійснювати йому пропорційний чи непропорційний їх викуп (адже невідомо у кого конкретно викуповуватимуться акції).

Вдалішим, на нашу думку, було б використовувати такий термін, як «рівний викуп», коли всі акціонери повідомляються про викуп акцій, всі вони мають реальну можливість прийняти пропозицію, її умови є однаковими для всіх акціонерів; при цьому товариство здійснює викуп у них акцій пропорційно до їх частки у статутному капіталі товариства (пропорційний викуп); однак пропозиція може дозволити придбання додаткових акцій в акціонера тією мірою, якою інший акціонер не прийняв пропозицію чи прийняв її лише частково (непропорційний викуп); якщо ж пропозиція щодо продажу акцій товариству, яка надійшла від акціонерів, перевищує кількість, оголошену в рішенні, то товариство повинно придбавати акції пропорційно до частки акціонерів у статутному капіталі; вибірковий викуп, коли пропозиція здійснюється заздалегідь визначеному колу акціонерів (він є непропорційним).

Є сенс, на нашу думку, законодавчо закріпити також заборону товариствам здійснювати дискримінаційні викупи акцій, коли одному чи більше акціонерам заборонено брати участь у їх рівному викупі. У той самий час акціонери не повинні примушуватися

товариством продати йому ту чи іншу кількість акцій.

На окрему увагу заслуговує *вибірковий викуп акцій*. Мета його введення полягає в тому, що у певних випадках товариству вигідніше придбати акції у певних акціонерів. Однак він створює підґрунтя для грінмейлу й інших порушень прав акціонерів.

У літературі пропонувалося два можливі варіанти вирішення цієї проблеми: визначення примірного переліку обставин, за яких таке придбання акцій можливе, що майже неможливо; покладення обмежувальної процедури уповноваження на здійснення непропорційного викупу акцій [1, с. 97]. Другий варіант кращий, саме тому він отримав законодавче закріплення в Австралії та Новій Зеландії. Згідно з § 257 D Закону Австралії про корпорації (2001 р.) [2] при вибірковому викупі акцій вимагається спеціальна резолюція загальних зборів, що приймається ними без участі у голосуванні акціонерів чи їх представників, чиї акції викуповуються, або резолюція загальних зборів, погоджена всіма акціонерами – власниками простих акцій. Подібне положення закріплене й у ст. 60 (1) (b) ст. 61 Закону Нової Зеландії про компанії (1993 р.) [3], згідно з якою всі акціонери повинні надати свою згоду у письмовій формі на придбання акцій або якщо це чітко дозволено статутом товариства та здійснено за спеціально встановленою процедурою ст. 61 цього Закону, за якою викуп може бути уповноважений спеціальною резолюцією ради директорів, за умови, що таке придбання акцій є корисним для інших акціонерів, а пропозиції та відшкодування за акції є справедливими та прийнятними для них. Зазначена пропозиція має містити причини для висновків директорів та повинна бути здійснена не раніше, ніж через 10 днів і не пізніше, ніж через 12 місяців після розкриття вказаної інформації акціонерам товариства. Акціонер або компанія можуть звернутися до суду для винесення наказу про обмеження пропонуваного придбання, якщо воно не в інтересах товариства і не на користь інших акціонерів або умови пропозиції та пропонуване відшкодування за акції не є справедливими і прийнятними для інших акціонерів.

Правила лістингу Нью-Йоркської фондової біржі передбачають, що вибіркові викупи від посадової особи, директора чи акціонера, який займає суттєву позицію у компанії, акції якої перебувають у лістингу, повинні здійснюватися лише за згодою акціонерів і її недотримання веде до делістингу компанії [4]. Згідно з п. 12.4.1 правил лістингу Лондонської фондової біржі придбання протягом 12 місяців понад 15 % акціонерного капіталу компанії має здійснюватися шля-

хом повної чи часткової пропозиції всім акціонерам. Пропозиція повинна бути здійснена на Лондонській фондовій біржі за встановленою максимальною ціною [5].

Отже, ми доходимо висновку про необхідність надання акціонерам підвищених гарантій захисту при здійсненні вибіркового викупу акцій. Таке рішення повинно прийматися виключно загальними зборами акціонерів кваліфікованою більшістю голосів без участі у голосуванні осіб, акції яких викуповуються. У рішенні про вибіркового викуп акцій обов'язково повинні зазначатися причини такого викупу. Пропозиція щодо викупу АТ власних акцій в обсязі понад 15 % повинна здійснюватися шляхом повної чи часткової пропозиції всім акціонерам.

Законодавству України слід було б запозичити досвід поділу придбання акцій на ринкове та неринкове. Така класифікація передбачена у Великобританії. *Ринкове придбання акцій* полягає в тому, що публічна компанія робить офіційну пропозицію викупити певну кількість акцій на фондовій біржі. Єдина мета, такого поділу – попередити зловживання, які можуть бути серед акціонерів, особливо якщо має місце дискримінація на користь контролюючих акціонерів проти міноритарних у випадку продажу акцій компанії. При *неринковому придбанні* акціонери можуть продати свої акції лише за ціною, яку запропонує компанія, за умови, якщо не зможуть знайти іншого підходящого покупця. Ринкові ж придбання здійснюються відповідно до правил лістингу і ціна формується згідно з ринковими умовами, тому акціонери несуть менший ризик [6, с. 159]. Так, згідно з правилами лістингу Лондонської фондової біржі: компанія не може викуповувати свої акції за 2 місяці, що передують оголошенню її річного та піврічного балансу; пропозиція про придбання акцій до 15 % протягом 12 місяців може бути ринковою у звичайний спосіб за умови, що ціна на акції не більше 5 % за середнє ринкове котирування за 10 днів, що передують викупу; деталі викупів, у тому числі кількість придбаних акцій разом із ціною та кількістю акцій повинні бути розкриті на Лондонській фондовій біржі до полудня наступного робочого дня. До ринкового придбання пропонуємо застосовувати менш суворі правила, оскільки його регулювання здійснюється ринковими механізмами для попередження будь-якого виду потенційних правопорушень щодо акціонерів чи інших осіб.

На підставі викладеного пропонуємо такий поділ методів придбання акцій:

- ринкове та неринкове придбання;
- рівне (пропозиція про придбання акцій здійснюється усім акціонерам певного типу/класу акцій) і вибіркового (пропозиція про

придбання акцій здійснюється заздалегідь визначеному колу);

- пропорційне та непропорційне.

При цьому рівне придбання може бути як пропорційним (пропорційно до частки акціонера в капіталі товариства), так і непропорційним (придбання додаткових акцій в акціонера тією мірою, якою інший акціонер не прийняв пропозицію чи прийняв її лише частково). Вибірковий викуп – це завжди непропорційне придбання.

Новелою чинного законодавства є закріплення граничної межі кількості акцій, які можуть викуповуватися товариством. Проте згідно з ч. 3 ст. 67 Закону України «Про акціонерні товариства» воно не має права приймати рішення, яке передбачає викуп власних акцій, без їх анулювання, якщо після викупу частка акцій товариства, що перебувають в обігу, стане менше ніж 80 % статутного капіталу. Другою директивою ЄС про капітал до внесення змін у 2006 р. [7] також не дозволялося викуповувати власні акції у кількості понад 10 %. Однак після внесення змін до Другої директиви ЄС у 2006 р. питання щодо обсягу акцій, які можуть бути придбані товариством, належить до компетенції законодавців держав – учасниць ЄС, тобто не є обов'язковим. Скасування зазначеного обмеження пояснюється тим, що за умови розвитку фондового ринку вказані обмеження є економічно невідповідними, вони перешкоджають самоінвестуванню товариства. Що стосується країн англо-американської системи права, то вони теж не встановлюють обмежень щодо обсягу акцій, які можуть бути придбані товариством. В Україні обмеження щодо кількості акцій, які можуть бути придбані товариством, повинні бути розширені до 40 %. Однак із розвитком фондового ринку вони мають поступово скасовуватися.

Строк, протягом якого викуплені товариством акції повинні бути реалізовані або анульовані, залишився незмінним у новому Законі України – не більше одного року з моменту їх викупу (ч. 3 ст. 66). За європейським законодавством встановлюється більш тривалий строк для реалізації, придбаних акцій – 3 роки (ч. 2 ст. 20 Другої директиви ЄС про капітал). Доцільно було б розширити строк володіння товариством власними акціями й українському законодавцю та закріпити чітку відповідальність товариства за порушення вказаного обов'язку.

Ще однією умовою придбання товариством власних акцій є закріплення обов'язку АТ інформувати акціонерів про прийняття такого рішення. Це дуже важливо з огляду на те, що викуп акцій може призводити до перерозподілу структури власності всередині товариства. У Положенні про придбання, ре-

алізацію та анулювання АТ акцій власного випуску передбачається обов'язок товариства повідомити кожного акціонера не пізніше, як за 30 днів до початку строку, протягом якого буде здійснюватися придбання власних акцій. При цьому повідомлення здійснюється шляхом надання їм персонального письмового повідомлення і загального повідомлення, якщо це передбачено статутом товариства. З метою захисту прав акціонерів доцільно було б покласти на АТ обов'язок вести реєстр усіх операцій із викупу ним власних акцій, який би був доступний для перевірки акціонерами у будь-який момент.

Заслугує на увагу закріплення положення, яке передбачає, що ціна акцій, які викупуються товариством, не може бути меншою за ринкову вартість, що визначається відповідно до ст. 8 Закону (абзац 3 ч. 3 ст. 66 Закону України «Про акціонерні товариства»). Крім того, ним закріплюється порядок визначення ринкової ціни на акції, що залежить від того, чи перебувають вони в обігу на фондових біржах чи ні. Вартість акцій, які не перебувають в обігу на фондових біржах, визначається відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність. Раніше передбачалося, що ціна викупу акцій визначалася за домовленістю сторін, але не могла бути нижчою за номінальну вартість. Такий законодавчий підхід не забезпечував належного захисту інтересів акціонерів від можливих порушень з боку товариств. Цілком можливою була ситуація, коли АТ пропонує акціонерам таку ціну на акції, яка вища за номінальну, але у десятки разів нижча ринкової.

На захист інтересів акціонерів спрямоване й положення, яке передбачає, що викуп акцій має здійснюватися виключно у грошовій формі.

Строк оплати акцій визначається в рішенні про придбання (викуп) власних акцій, але не може бути більше року з дати прийняття такого рішення. Вважаємо, що законодавець значно розширює такий строк, що може негативно позначитися на інтересах акціонерів; строк оплати товариством акцій повинен бути скорочений до 2 місяців (абзац 2 ч. 1 ст. 66 Закону України «Про акціонерні товариства»).

Підтримуємо закріплення ст. 67 Закону України «Про акціонерні товариства» низки обмежень на здійснення викупу акцій з точки зору захисту інтересів як акціонерів (АТ не має права приймати рішення про викуп акцій якщо: на дату викупу акцій товариство має зобов'язання про обов'язковий викуп акцій; власний капітал товариства є меншим, ніж сума його статутного капіталу, резервного капіталу та розміру перевищення ліквідаційної вартості привілейованих акцій над їх номінальною вартістю, або стане меншим внаслідок та-

кого викупу, у тому числі різних їх типів; АТ не має права здійснювати викуп акцій розміщених: простих акцій до повної виплати поточних дивідендів за привілейованими акціями; привілейованих акцій до повної виплати дивідендів за привілейованими акціями, власники яких мають перевагу щодо черговості отримання дивідендів), так і кредиторів (АТ не має права приймати рішення про викуп акцій, якщо воно є неплатоспроможним або стане таким внаслідок викупу акцій).

Ще одна проблема полягає у тому, що викупи акцій можуть використовуватися товариствами для здійснення маніпуляцій ціною акцій. З цією метою на рівні ЄС прийнято Директиву 2003/6/ЄС Європейського Парламенту та Ради про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку (зловживання на ринку) [8, с. 16]. Доцільно було б і в Україні прийняти подібні регулювання, адже існуючих для захисту інтересів акціонерів явно недостатньо.

Таким чином, з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» процедура викупу товариством власних акцій набула правової визначеності, ступінь захисту інтересів учасників АТ значним чином підвищився. Проте зазначена модель регулювання викупу товариством власних акцій не є гнучкою та містить низку недоліків, які вимагають негайного усунення.

Література

1. *Companies and Securities Law Review Committee: Report to the Ministerial Council. A Companies Purchase of its Own Shares.* – 1987 (September). – <http://www.takeovers.gov.au/display.asp?ContentID=496>.
2. *Corporations Act 2001 No. 50.* Vol. 2. – <http://www.comlaw.gov.au/ComLaw/Legislation/Act1.nsf/framelodgmentattachments/A2D04EE9C42650CA25746000212912>.
3. *New Zealand Companies Act 1993.* – <http://gpacts.knowledgebasket.co.nz/gpacts/public/text/1993/an/105.html>.
4. *NYSE Listing Rules.* – http://rules.nyse.com/nyse/tools/Exchangeviewer.asp?SelectedNode=chp_1_8&manual=/nyse/nyse_rules/nyse-rules.
5. *Rules of the London Stock Exchange.* – http://www.londonstockexchange.com/NR/rdonly_res/09AD3C0D-E398-4FFC-9945-5D941DE4EE36/0/RulesoftheLondonStockExchangeeffective25February2008.pdf.
6. *Кибенко Е. П.* Корпоративное право Великобритании: Законодательство. Прецеденты. Комментарии. – К., 2003. – 368 с.
7. *Directive 2006/68/EC of the European Parliament and of the Council of 6 September 2006 amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital* // Official Journal of the European Union. – L 264/32 of 25.09.2006.
8. *Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)* // Official Journal of the European Union. – L 96 (12.4.2003).