

7. Пундик М.В. Управлінські зв'язки у системній взаємодії органів публічного управління на регіональному рівні / М.В. Пундик // Публічне управління: теорія та практика. – 2013. – Вип. 1. – С. 47–53.
8. Конституція України : Закон України від 28.06.1996 р. № 254к/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 30. – Ст. 141.
9. Мозолевська О.М. Інформаційні правовідносини за участю місцевих загальних судів України: постановка проблеми / О.М. Мозолевська // Інформаційна безпека людини, суспільства, держави. – 2011. – № 2 (6). – С. 41–46.
10. Про управління об'єктами державної власності : Закон України від 21.09.2006 № 185-V // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 46. – Ст. 456.
11. Про забезпечення права на справедливий суд : Закон України від 12.02.2015 № 192-VIII // Відомості Верховної Ради. – 2015. – № 18, № 19-20. – Ст. 132.

УДК 346.3;346.5

ПОЖОДЖУК Т.Б.

ОКРЕМІ ПИТАННЯ ЗАХИСТУ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕТОРІВ ЯК МІНОРИТАРНИХ АКЦІОНЕРІВ

У статті розглянуто проблему захисту інституційних інвесторів як міноритарних акціонерів. Також розроблені актуальні висновки та пропозиції щодо розглянутої тематики.

Ключові слова: *інституційний інвестор, міноритарний акціонер, акціонерна угода, акціонерне товариство.*

В статье рассмотрена проблема защиты институциональных инвесторов как миноритарных акционеров. Также разработаны актуальные выводы и предложения по рассматриваемой тематике.

Ключевые слова: *институциональный инвестор, миноритарный акционер, акционерное соглашение, акционерное общество.*

The article considers the problem of the protection of institutional investors as a minority shareholder. Also developed relevant conclusions and proposals on the subjects.

Key words: *institutional investor, minority shareholder, shareholders' agreement, joint-stock company.*

Вступ. Сьогодні економіка України перебуває в скрутному становищі і вимагає значних заходів, щоб вийти з кризи та досягти нового рівня економічного розвитку. Саме залучення інвестицій може пришвидшити процес зміцнення та розвитку економіки України.

Постановка завдання. Метою нашого дослідження є висвітлення особливостей інвестиційних інвесторів як міноритарних акціонерів та напрацювання пропозицій щодо удосконалення їх правового становища. Такі інвестори відіграють провідну роль на ринку цінних паперів і потребують належного правового захисту.

В юридичній науці зазначеним питанням приділяли увагу такі вчені, як О.М. Вінник, С.О. Віхров, О.Р. Кібенко, О.В. Кологойда, В.В. Поєдинок та ін.

Результати дослідження. Відповідно до ч. 2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV інституційними інвесторами визнаються інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за

© ПОЖОДЖУК Т.Б. – кандидат юридичних наук, асистент кафедри господарського права юридичного факультету (Київський національний університет імені Тараса Шевченка)

рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів.

О.В. Кологойда звертає увагу, що інституційні інвестори відіграють важливу роль у функціонуванні ринку цінних паперів і пояснює це тим, що вони, по-перше, сприяють зниженню вартості операцій із цінними паперами за одночасного зростання їх кількості; по-друге, об'єднують заощадження індивідуальних інвесторів для здійснення великих інвестицій на первинному ринку цінних паперів; по-третє, диверсифікують ризик; по-четверте, трансформують строк погашення первинного цінного паперу, в який інвестовано кошти, у різні терміни погашення посередніх зобов'язань [1, с. 177–178].

У свою чергу, С.О. Віхров класифікує інвестиційних інвесторів на дві групи: 1) інститути спільного інвестування – пайові та корпоративні інвестиційні фонди, інвестиційна діяльність для яких є основною та виключною; 2) недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, для яких інвестиційна діяльність не є основною та виключною, а служить легальним додатковим джерелом фінансування основної діяльності [2, с. 10].

Таким чином, у першу чергу, такі інвестори зацікавлені в отриманні високих дивідендів чи прибутку загалом. Статистика на сьогодні, на жаль, свідчить про відсутність потужних інституційних інвесторів в Україні, що спричинено відсутністю належного правового регулювання, а також високим ризиком для інвесторів.

Якщо говорити про акціонерні товариства, то слід відзначити, що на сьогодні їх кількість в економіці країни перевищує 30 тис. У більшості країн світу акціонерні товариства є досить популярними серед інвесторів. Проте, попри значну їх кількість у вітчизняній економіці, на сьогодні не вдалося досягти збільшення інвестицій, які б дозволили покращити рівень економічного розвитку. Цьому стоїть на заваді низка проблем. Зокрема, однією з них є відсутність довіри інвесторів до менеджменту товариства, а також недостатній рівень захисту міноритарних акціонерів.

Слід також звернути увагу, що особливість корпоративного управління акціонерними товариствами в Україні полягає в тому, що в капіталі таких товариств частка власників із незначними пакетами акцій, тобто дрібних акціонерів, є не досить великою.

В.В. Фалєєв висловлює думку, що поняття «міноритарні акціонери» не може бути визначено законодавчо. На його думку, характеристика акціонера як міноритарного є ситуативною і залежить не від абсолютної величини пакета його акцій, а від «розподілу сил» в акціонерному товаристві [3, с. 8]. Водночас у ч. 5 ст. 2 Закону України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI, міститься визначення лише значного пакета акцій. З аналізу норм вітчизняного Закону випливає, що дрібними (міноритарними) акціонерами будуть вважатися такі, що володіють менше ніж 10 відсотків простих акцій акціонерного товариства.

Нерідко кожному з інвестиційних інвесторів належить 5% акцій товариства, а то й значно менше. За такої ситуації вони, як правило, не мають можливості впливати на управління товариством. Проте, в першу чергу, інвестиційні інвестори, будучи міноритарними акціонерами, зацікавлені в отриманні високих дивідендів. Отже, саме розмір дивідендів може стати основною причиною конфлікту між крупними акціонерами, які нерідко більшу частину прибутку намагаються спрямувати на розширення бізнесу чи на вирішення будь-яких інших питань, та дрібними акціонерами. Зокрема, це можуть бути навіть укладення не вигідних для товариства угод, які значно можуть зменшити майнову базу товариства, тим самим створивши загрозу подальшої діяльності товариства. Це так звані значні правочини та правочини із заінтересованістю. Маючи незначну кількість акцій, інвестори не можуть впливати на прийняття рішення і запобігти укладенню не вигідних угод.

Такі конфлікти неминучі, оскільки, як справедливо зауважив А. Єфименко, в акціонерних товариствах відбувається домінування інтересів акціонера над інтересами товариства, і, по суті, міноритарні акціонери не можуть впливати на рішення наглядової ради, продиктовані інтересами великих акціонерів [4].

Він також зазначає, що за відсутності ефективного механізму виявлення та покарання осіб, що порушили процедуру укладення угод із зацікавленістю, інвестування в акції українських товариств для дрібних вкладників буде пов'язане з неприйнятно високим ризиком експропріації [4].

Все це негативним чином відбивається на інвестиційній привабливості, адже жоден інвестор не вкладатиме свої кошти, якщо не буде впевнений в їх захищеності та ефективному використанні, що, у свою чергу, пов'язано із наданням йому можливостей контролювати та впливати на менеджмент підприємства, де він є акціонером [5]. Тому доцільно на законодавчому рівні вирішувати питання захисту та підвищення ролі міноритарних акціонерів в управлінні товариством.

Вирішення проблеми конфліктів інтересів є ефективною системою корпоративного управління в акціонерному товаристві. Метою такого управління є забезпечення і підтримання балансу інтересів різноманітних суб'єктів корпоративних відносин, а також своєчасне виявлення і врегулювання на початковому етапі конфліктів, що вже виникли.

Варто відзначити, що на сьогодні законодавець одним із пріоритетних завдань в акціонерному законодавстві поставив вирішення питання забезпечення балансу інтересів акціонерів, а також підвищення захисту дрібних акціонерів як найменш захищених у товаристві. Зокрема, у 2015 році

були внесені зміни до Закону України «Про акціонерні товариства» Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів» № 289-VIII, від 07 квітня 2015 року. Зазначеним законом передбачається низка заходів, які покликані захистити дрібних акціонерів, зокрема:

1) запровадження похідного позову (право міноритарного акціонера подати позов в інтересах товариства про відшкодування збитків);

2) впровадження відповідальності посадових осіб господарських товариств у випадку завдання шкоди товариству їхніми неправомірними діями;

3) встановлення порядку визнання правочину, вчиненого посадовою особою, недійсним та повернення прибутку, отриманого за результатами такого правочину;

4) надання права позивачу на отримання відшкодування від товариства своїх витрат у зв'язку із судовим розглядом справи за позовом до посадової особи товариства про відшкодування завданих товариству збитків – у межах фактично одержаних товариством сум;

5) створення умов для переходу квазіпублічних акціонерних товариств у приватну форму;

6) введення інституту «незалежних директорів», які будуть представляти інтереси міноритарних акціонерів у публічних акціонерних товариствах;

7) встановлення детального регулювання угод із зацікавленістю, яке буде враховувати інтереси всіх акціонерів.

Такі новели, безумовно, є значним кроком на шляху до покращення корпоративного управління в Україні та ефективності захисту міноритарних акціонерів, проте наскільки вони будуть ефективними, – покаже час.

У контексті цього питання хотілося б зупинитися ще на одному інструменті корпоративного управління, який, на нашу думку, дозволить підвищити роль міноритарних акціонерів в управлінні акціонерним товариством, а також захистити таких акціонерів від ризиків. Це так звана акціонерна угода, або договір між акціонерами (в розумінні ст. 29 Закону України «Про акціонерні товариства», де зазначається, що статутом товариства може бути передбачена можливість укладення договору між акціонерами, за яким на акціонерів покладаються додаткові обов'язки, в тому числі обов'язок участі в загальних зборах, і передбачається відповідальність за його недотримання).

Суть акціонерних угод зводиться до того, що це є договір між всіма чи декількома акціонерами, що може регулювати різноманітні аспекти відносин сторін. Зарубіжні вчені визначають акціонерну угоду як контракт, що укладається, як правило, між акціонерами компанії з метою регулювання основних напрямків діяльності компанії, та окремі аспекти відносин між самими акціонерами [6, с. 82]. Вважаємо, що міноритарні акціонери можуть використовувати таку конструкцію договору для зміцнення своєї ваги в товаристві і таким чином впливати на його діяльність. За умови належного законодавчого регулювання акціонерна угода може стати дієвим засобом, що дозволить акціонерам вирішувати конфліктні ситуації, а також покращить ефективність корпоративного управління.

Акціонерні угоди були запозичені з англосаксонської системи права. Зокрема, в США, Канаді та Великобританії такі угоди активно використовуються в практиці крупних іноземних компаній вже понад 35 років. В Україні вони набули законодавчого закріплення тільки з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» у 2008 році, проте певна практика їх застосування спостерігалася ще до їх легалізації [7].

На основі аналізу доктрини та зарубіжного законодавства можна дійти висновку, що договір між акціонерами (акціонерна угода) є домовленістю про права та обов'язки на акції та з акцій, що укладаються прямими чи непрямыми власниками акцій з метою отримання особистих вигод, співпраці сторін з питань управління акціонерним товариством та мінімізації ризиків виникнення конфліктів. Наведене визначення дає змогу говорити про кінцеву мету використання акціонерних угод. Вони застосовуються з метою отримання особистих вигод шляхом збільшення чи збереження та захисту вартості активу, отримання та збереження контролю над управлінням компанією, а також шляхом зниження майбутніх витрат від володіння та управління активом.

Укладаючи акціонерну угоду, її учасники можуть ставити перед собою різноманітні цілі, зокрема: акціонери можуть укладати таку угоду з метою реалізації спільних інтересів; з метою спільного захисту прав, особливо у випадку захисту інтересів міноритаріїв; метою такої угоди може бути зміна законного режиму прав та обов'язків акціонерів; захист прав акціонерів у разі продажу (як ними, так і іншими акціонерами) пакетів акцій; забезпечення інтересів інвесторів у разі придбання ними пакетів акцій [8, с. 446]. Серед цілей укладення акціонерних угод можна навести також відповідальність сторін за порушення встановлених ними ж правил ведення бізнесу, порядку відшкодування збитків тощо, а також підпорядкування відносин акціонерів більш прийнятному та гнучкому праву, передбачення найбільш вигідного для сторін суду, на вирішення якого сторони домовляються передати спір у разі його виникнення [9, с. 105]. Також акціонерні угоди можуть слугувати інструментом, за допомогою якого акціонери можуть вирішувати проблеми та різноманітні конфлікти, що виникають у процесі управління товариством, та попереджувати виникнення таких конфліктів у майбутньому, а також інструментом гар-

монізації відносин між акціонерами та/або товариством, організації управління компанією, визначення особливостей розподілу прибутку між акціонерами та регламентації низки питань, що пов'язані з відчуженням акцій, виходом із так званих «патових ситуацій» тощо. Варто зазначити, що в акціонерній угоді сторони можуть також врегулювати порядок ведення/організацію спільним бізнесом не тільки в частині правовідносин суто між акціонерами, але й між партнерами в так званих «бізнес-відносинах», а також у такій угоді сторони можуть усувати недоліки законодавчого регулювання.

Серед переваг акціонерних угод можна відзначити наступні: можливість самостійно урегулювати відносини, що не отримали законодавчого регулювання, ефективний механізм вирішення корпоративних конфліктів (варто зазначити, що акціонерна угода є дієвою, коли обидві сторони зацікавлені у вирішенні питання та виявили спільне бажання на укладення акціонерної угоди) тощо.

Влучно, вважаємо, зазначили Д.А. Вавулін та В.Н. Федотов, що «використання договірних механізмів в корпоративних відносинах дозволяє юридично забезпечити узгоджений їх учасниками баланс економічних інтересів, який у кожній конкретній ситуації є унікальним і, більше того, схильний до постійних змін» [10]. Враховуючи, що в акціонерному товаристві нерідко є значна кількість акціонерів, існує вірогідність виникнення конфліктів інтересів між ними, особливо коли мова йде про наявність значної кількості міноритарних акціонерів. Для того, щоб мінімізувати виникнення таких конфліктів, а також попередити їх виникнення, акціонери можуть укладати договір між собою щодо питань, які не вирішуються законом та Статутом. Проте доцільно зазначити, що на сьогодні не передбачено, що акціонерна угода може виходити за межі законодавчого імперативного регулювання та положень, встановлених Статутом товариства. З цього приводу слушно зазначила І.С. Шиткіна, що за ситуації, коли умовами акціонерної угоди не можуть бути передбачені додаткові права їх учасників, неможливим буде «в повній мірі використовувати корпоративні механізми для перетворення вітчизняної юрисдикції в конкурентоздатну, привабливу для інвесторів» [11].

Акціонерна угода надасть можливість інвесторам також контролювати та впливати на управління товариством. Сам по собі міноритарний акціонер не може одноосібно здійснити це. Проте за умови об'єднання декількох міноритарних акціонерів останні можуть отримати вагу на голосуванні на Загальних зборах та завадити прийняттю не вигідних для товариства рішень. Укладаючи акціонерну угоду, сторони можуть передбачити в ній будь-які питання. Зокрема, вони можуть домовитися, що голосуватимуть певним чином на Загальних зборах, можуть визначити, що не продаватимуть акції до певного періоду та інші питання корпоративного управління.

Попри велику користь таких угод, у вітчизняній практиці вони не набули широкого поширення, оскільки залишається значна кількість невирішених законодавцем питань у цій сфері, що й стоїть на заваді ефективному їх використанню. Серед таких проблем виділяють, насамперед, відсутність визначення порядку укладення угоди, проблему відповідальності в разі невиконання однією зі сторін зобов'язань за такою угодою, невизначеність кола учасників такої угоди, а також предмету. Вважаємо, що вирішення цих питань буде сприяти ефективному використанню даних угод на практиці, а також створить можливість для ефективного інвестування.

Висновки. Отже, вважаємо, що серед заходів, які доцільно вжити з метою залучення інвестиційних інвесторів, є, насамперед, надання гарантій та підвищення їх довіри до менеджменту товариства, за рахунок захисту не лише інтересів крупних акціонерів або якоїсь групи акціонерів, а в намаганні знайти баланс інтересів між усіма групами акціонерів з метою підтримання конкурентоспроможності товариства та збільшення ефективності його діяльності загалом. Такі інвестори, в першу чергу, зацікавлені в отриманні прибутку, проте вони не мають змоги завадити прийняттю негативних рішень для товариства, які тим самим можуть завдати шкоди самому товариству. Вважаємо, що акціонерна угода може слугувати ефективним інструментом, який надасть таким акціонерам можливість впливати на управління товариством та знизить ризик майбутніх втрат.

Список використаних джерел:

1. Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : [навч. посіб.] / [О.В. Кологойда]. – К. : Юрінком Інтер, 2008. – 320 с.
2. Віхров С.О. Правовий статус інституційних інвесторів : автореф. дис. ... канд.юрид. наук : 12.00.04 / С.О. Віхров. – Донецьк, 2013. – 25 с.
3. Фалеев В.В. Міноритарные акционеры: правовой статус, права и их осуществление : автореф. дисс. ... кандидат. юрид. наук : 12.00.03 / В.В. Фалеев. – Москва, 2009. – 27 с.
4. Єфименко А. Акціонерні товариства: між минулим та майбутнім / А. Єфименко [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2009/10/9/210561/>.
5. Аналіз регуляторного впливу можливого запровадження інших моделей формування та взаємодії органів акціонерного товариства. Центр комерційного права [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.commerciallaw.com.ua.
6. David Impey, Nick Montague / Running a limited company 7th ed. Book. English. Published Bristol: Jordans. – 2011. – 322 p.

7. Ласка І. Застосування угод акціонерів (shareholders' agreements) в Україні / І. Ласка [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://legalweekly.com.ua/index.php?id=16061&show=news&newsid=121017>.
8. Ионцев М.Г. Акционерные общества / М.Г. Ионцев. – М. : Ось-89, 2014. – 544 с.
9. Практическое пособие : Сделки М&А в Украине. Правовые аспекты. Киев. – 2013. – 192 с.
10. Вавулин Д.А., Федотов В.Н. Правовые основы акционерного соглашения / Д.А. Вавулин, В.Н. Федотов // Право и экономика. – 2009. – № 8. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://base.garant.ru/5749119/>.
11. Шиткина И.С. Соглашение акционеров (договоры об осуществлении прав участников) как источник регламентации корпоративных отношений / И.С. Шиткина // Хозяйство и право. – 2011. – № 2. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=CJ;n=56420>.