

## Анатолій Амелін: «99% проблем у корпоративному законодавстві та на фондовому ринку створені в процесі приватизації»



ЦЕ ІНТЕРВ'Ю ЧЛЕН НАЦКОМІСІЇ З ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ФОНДОВОГО РИНКУ **АНАТОЛІЙ АМЕЛІН** ДАВ НА ЗУСТРІЧІ З ЧЛЕНАМИ КОМІТЕТУ З КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА АСОЦІАЦІЇ ПРАВНИКІВ УКРАЇНИ У ЛИПНІ 2014 Р. ОБГОВОРЮВАЛИ ПРИЧИНИ, ЧЕРЕЗ ЯКІ В УКРАЇНІ НЕ РОЗВИВАЄТЬСЯ ФОНДОВИЙ РИНОК, НАПРЯМКИ РЕФОРМУВАННЯ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАВСТВА, ПРОБЛЕМУ «БАЛАСТНИХ» АКЦІОНЕРІВ, ВИТІСНЕННЯ МІНОРИТАРІЇВ ТА ІНШІ АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА. ПИТАННЯ ЧЛЕНУ НАЦКОМІСІЇ ЗАДАВАВ ЧЛЕН РАДИ КОМІТЕТУ АПУ З КОРПОРАТИВНОГО ПРАВА, РАДНИК ЮФ **САУЄНКОКНАРЕНКО** **ЛЕОНІД АНТОНЕНКО**



**Анатолій АМЕЛІН**, член Нацкомісії з цінних паперів та фондового ринку

**Л. Антоненко:** – У рейтингу *Global Competitiveness Report 2013–2014* у категорії захисту прав міноритаріїв Україна знаходиться на 146 місці серед 148 країн світу. У чому, на Вашу думку, причина такого стану справ?

**А. Амелін:** – Думаю, причина у тому, що укладачі рейтингу і ми тут в Україні по-різному розуміємо зміст терміну «міноритарії». Адже хто такі «міноритарії» на розвиненому фондовому ринку? Це інвестори. А фондової ринок – це канал залучення компаніями інвестицій.

В Україні ж фондовий ринок з'явився як інструмент приватизації. Так у нас з'явилися близько 30 тис. акціонерних товариств (це, мабуть, найбільша кількість в Європі) і 10 млн акціонерів. Ці акціонери отримали свої акції в обмін не на гроші, а на приватизаційні папери за пільговою передплатою. Тож чи варто дивуватися, що таких акціонерів компанії ніколи не розглядали як інвесторів – скоріше, як якийсь пост-приватизаційний баласт.

Законодавство ж наше засноване на досить цинічній передумові, що

різниця між інвестором і баластним акціонером немає – і той, і інший мають рівні права.

– *Хіба це погано?*

– І добре, і погано. «Рівні права» звучить добре, але найчастіше це просто декларація. Якщо ж розібратися, ми побачимо багато проблем. Сьогодні ми намагаємося одним набором засобів вирішувати абсолютно різні проблеми, а це шлях до провалу, який і відбивається на результатах України у згаданому вами рейтингу.

Наприклад, ми використовуємо класичні механізми забезпечення права акціонера на участь у загальних зборах: вимагаємо від компаній публікувати оголошення в пресі за досить тривалий строк, персонально повідомляти кожного акціонера. Але ж деякі компанії мають більше 100 тис. акціонерів. Ясна річ, що більшість з них – «мертві душі», проте Закон вимагає особисто повідомити про проведення зборів кожного з них, кожному відправити лист. Якби компанії всерйоз сприймали норми закону, їм

доводилося б орендувати стадіони, щоб провести зібрання акціонерів.

Який тут діагноз? Норми, призначені для регулювання відносин компаній з повноцінними інвесторами, застосовуються не за призначенням. Компанії сьогодні відмовляються виконувати ці безглузді формальності. Іноді провести збори акціонерів за всіма правилами настільки дорого, що фірмі легше заплатити Комісії штрафи і продовжувати ігнорувати неадекватні їх потребам норми Закону.

Практично 99% проблем, які ми маємо у корпоративному законодавстві та на фондовому ринку – це проблеми, створені в процесі приватизації.

**– Виходить, закони потрібно міняти?**

– Саме так. Наші зусилля зараз зосереджені на тому, щоб вивести з-під дії Закону «Про акціонерні товариства» ті компанії, які не є публічними за своєю суттю. А таких в Україні тисячі. Як ви знаєте, у світовій практиці публічною вважається компанія, чий цінні папери перебувають в обігу на ринку. У нас же критерієм публічності є кількість акціонерів: якщо їх більше 100, компанія повинна стати публічною. Іншими словами, в «публічні» записують ті підприємства, які пройшли в Україні через приватизацію. У цьому я бачу одну з основних причин неефективності нашого законодавства. Від цього критерію потрібно відмовлятися. Ми повинні прийти до того, щоб привести форму в гармонію зі змістом. В цьому і є логіка розвитку нашого законодавства на найближчий час, і ми вже багато чого робимо у цьому напрямку.

**– Розкажіть більше про ці ініціативи.**

– Ми опинилися під владою слів: Закон гарантував певні права «акціонерам», а цей термін включав у себе дві абсолютно різні групи осіб – інвесторів і тих, кого ми на нашому професійному жаргоні називаємо «баластними акціонерами». Ми повинні були на рівні закону відокремити одних від інших. Так ми прийшли до ідеї переведення усіх акцій в бездокументарну форму. Щоб користуватися правами, наданими акцією, акціонер повинен відкрити рахунок у депозитарній установі та зарахувати на нього свої акції. Якщо рахунок не відкрито, акціонер хоч і не перестає бути власником акцій, але не є депонентом і, відповідно, його голос на зборах акціонерів не враховується.

Ця норма почала діяти 12 жовтня 2014 р., і з цього моменту ми отримали бажаний результат. У нас з'являються дві категорії акціонерів: ті, хто проявляють інтерес до інвестицій і тому відкрили рахунок в депозитарній системі (їх ми називаємо інвесторами), і ті, хто цього не роблять – «баластні акціонери».

**– Але це лише перший крок, чи не так?**

– Зрозуміло. Тепер, коли у нас є критерій, за яким з багатомільйонної армії акціонерів викристалізуються інвестори, ми зможемо запропонувати компаніям правові інструменти витіснення баластних акціонерів. Скажімо, просто запропонуємо їм викупити такі акції за певною ціною, якщо такі акціонери не відкриють рахунки у депозитарній системі протягом певного часу. Це може бути рік, два, три... Тут потрібно думати. Підкреслю, це моє особисте бачення цього процесу, а не думка регулятора.

**– На вашу думку, за якою ціною слід викупляти акції баластних акціонерів? Ймовірно, за ринковою?**

– Ви прекрасно розумієте, що ринкова ціна на акції формується на біржі або в процесі публічного поглинання компанії – так званого public takeover. Ми не бачимо особливої проблеми там, де акції обертаються на біржі й мають котирування. Це і є ринкова ціна, нехай і з якимись застереженнями. Але акції більшості українських «публічних» компаній на біржі не обертаються, і тому не мають публічної ринкової вартості акцій.

## У нас відсутній єдиний центр прийняття рішень та формування політики корпоративного законодавства

Ринкової ціни для акцій непублічної компанії бути не може. Ми повинні або назвати речі своїми іменами і запропонувати компаніям можливість викупити ці акції за ціною їх номіналу, або можемо вдавати, що ціну можна встановити таким собі експертним методом і покласти на компанії тягар проведення експертної оцінки цих акцій. Така стратегія була б виправданою, якби викуп здійснювався у акціонерів, які виявляють інтерес до своїх акцій. А в ситуації з «мертвими душами», баластними акціонерами підходи повинні бути іншими. Я прихильник ефективності, тому обрав би перший варіант, тобто викуп за номінальною вартістю.

**– Ви згадали про ще один спосіб встановлення ринкової ціни – публічне поглинання. Розкажіть про це докладніше.**

– В Україні публічне поглинання досить специфічне, воно дуже відрізняється від класичної англосаксонської моделі. Але цьому також є природна причина: власність на українські акціонерні товариства

високо концентрована, зосереджена в руках одного або декількох акціонерів. Тому публічність українського процесу поглинання досить умовна. Якщо покупець хоче купити акції в публічній українській компанії, він не стане робити публічну оферту всім акціонерам, як це відбувається по англосаксонській моделі. Він приходить до мажоритарного акціонера або групи акціонерів і домовляється з ними про умови продажу. Закон, правда, вимагає розкрити ринку ціну, по якій придбана компанія, і покупець повинен запропонувати іншим акціонерам викупити у них їхні акції, якщо вони побажають їх продати.

**– Ось ця ціна, за якою акції куплені у мажоритарія, і буде ринковою?**

– В теорії так. На цій теорії заснована директива ЄС «Про пропозиції про поглинання» (Directive on Take over bids), положення якої Україна повинна буде імплементувати у своє внутрішнє законодавство протягом 4 років, як передбачено Угодою про асоціацію з ЄС. Згідно з цією директивою, якщо в процесі скупки акцій у рамках публічної оферти поглинач придбав 90% акцій компанії, він отримує право витіснення (squeeze-

ми ведемо мову про тих самих дрібних інвесторів, котрі інвестували в компанію свої живі гроші, з яких ми почали розмову.

Витіснення ж баластних акціонерів повинне відбуватися поза будь-яким зв'язком з публічним поглинанням. Витісняючи баластних акціонерів, ми вирішуємо специфічні українські проблеми пост-приватизаційного періоду. Ці проблеми не мають нічого спільного з завданнями, які вирішує згадана директива. Ще раз повторю, як виглядає наша проблема: формально публічні компанії по суті є приватними, власність сконцентрована в руках одного або декількох акціонерів, акції не користуються попитом на біржі або взагалі не включені до котирувальних списків бірж, зв'язок з акціонерами втрачено, і часто такі акціонери є «мертвими душами».

**– Прокоментуйте, будь ласка, проект закону «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах». Проект був розроблений Комісією, схвалений ще колишнім Кабміном і внесений до парламенту восени минулого року, а цього року знову схвалений Кабміном і знову внесений до парламенту. Він теж регулює питання витіснення міноритаріїв. У чому його особливості?**

– Цей документ якраз і є наша спроба імплементувати в українське законодавство директиву ЄС про пропозиції про поглинання. Він буде застосовуватися лише до тих компаній, за акціями яких розраховується біржовий курс. За даними на кінець 2013 р., таких компаній в Україні всього 129.

**– За проектом процедура витіснення теж буде запускатися тільки в процесі публічного поглинання, чи якщо поріг концентрації буде досягнутий при будь-яких інших обставинах?**

– За будь-яких обставин. Проект не прив'язується до публічного поглинання. Як орієнтир для встановлення ціни викупу ми беремо котирування бірж. Тому-то, власне, ми і звужуємо область застосування закону до такої невеликої кількості компаній, оскільки тільки ці компанії і мають котирування.

**– Чому ви відмовилися від концепції визначення ціни, закладеної в директиві про пропозиції про поглинання? Адже не секрет, що при бажанні на українських біржах можна маніпулятивно знизити або підвищити ціну, і тоді вона перестав виконувати функцію ринкової ціни. Очевидно, що компанії будуть грати на пониження ціни напередодні ухвалення рішення про викуп акцій.**

– Ми прагнули якомога більше розширити сферу застосування цього закону, адже якщо чекати,



поки яка-небудь із 129 компаній змінить власника, ефект від закону взагалі буде відсунутий на невизначений час.

**– Тобто одним законом ви намагаєтесь і директиву ЄС імплементувати, і вирішити проблему баластних акціонерів принаймні у справді публічних компаніях?**

– Можна й так сказати. І я передбачаю вашу критику. Дійсно, краще для кожної проблеми мати індивідуальне рішення. Звичайно, проблема баластних акціонерів виходить далеко за межі 129 публічних компаній і, швидше за все, локалізована поза ними. Для цієї проблеми ми розробимо окремий проект, і громадськість зможе ознайомитися з ним найближчим часом.

**– Давайте подивимося на наступний крок, який компанії зроблять після того, як викуплять акції міноритарних акціонерів. Якщо їм вдасться зменшити кількість акціонерів до рівня менше 100, у них з'являється можливість відійти від публічності й реорганізуватися в одну з форм приватних компаній – у ТОВ або ПрАТ. Що, на Ваш погляд, чекає на ці дві форми? Навіщо нам потрібні дві корпоративні форми для регулювання відносин у приватних компаніях?**

– Згоден, що для приватних компаній повинна існувати одна корпоративна форма, яка вбере у себе переваги обох існуючих і буде позбавлена їх недоліків. Чому це важливо? Тому, що має існувати єдине регулювання одних і тих самих процесів у приватних компаніях. І в основі цього регулювання повинні бути простота і зручність для учасників, а не захист публічного інтересу, який на рівні приватних компаній заслуговує меншої уваги регулятора, ніж в публічних. Наприклад, зараз процес залучення нового капіталу дуже по-різному регулюється в ТОВ і ПрАТ, а цього не повинно бути. У приватних акціонерних товариствах, ширше – у приватних компаніях усі питання мають вирішуватися на рівні учасників, і роль регулятора тут повинна бути зведена до мінімуму.

**– Прокоментуйте, будь ласка, над якими питаннями зараз працює Комісія?**

– Ми чіткіше регламентуємо порядок проведення зборів акціонерів. Думаю, зможемо прописати формат проведення заочних зборів акціонерів і змішаних форм, де акціонери зможуть брати участь і очно, і заочно, тобто спростимо участь акціонерів у зборах. Хочемо також спростити роботу акціонерних товариств, відійти від друкованих форм і перейти в електронний формат звітності.

Програма розвитку ринку включає у себе і деякі революційні речі.

Зокрема, ми хочемо консолідувати біржовий ринок – з 10 бірж хочемо бачити одну, максимум дві. Якщо зможемо сформувати центр ліквідності, повірте, залучати компанії та ресурси буде простіше.

третьої. І чисто еволюційним шляхом інші 7, частки яких у обороті менше 5%, просто підуть з ринку.

Якщо це відбудеться, Комісія готова передати частину функцій і повноважень з реєстрації публічних

частину процедур ми зможемо передати біржі, а Комісії залишимо функції контролю цих процедур. І спробуємо максимально спростити питання реєстрації емісій акцій – хочемо перейти на електронний документообіг.

**– З якими проблемами стикається Комісія у своїй законопроектній роботі?**

– У нас відсутній єдиний центр прийняття рішень та формування політики корпоративного законодавства. Є Комісія, у якій є низка повноважень з підготовки та узгодження нормативних документів та проектів законів. Є парламент, який приймає рішення, виходячи зі своїх корпоративних інтересів. Є Кабмін, який народжує якісь новації у себе. Проблема розвитку законодавства лежить у відсутності єдиного центру координації усіх процесів, пов'язаних з розробкою корпоративного законодавства.

## Наші зусилля зараз зосереджені на тому, щоб вивести з-під дії Закону «Про акціонерні товариства» ті компанії, які не є публічними за своєю суттю

Нещодавно я зустрічався з представниками московської біржі (а вони є акціонерами двох українських бірж), і вони чітко озвучили, що збираються зливати ці 2 біржі і розглядають питання приєднання

випусків на біржі. Як це відбувається у розвинених юрисдикціях? Власник компанії приходить на біржу і каже: «Я хочу залучити інвестиції». І там присутні інвестори, які довіряють репутації біржі. Велику



Леонід АНТОНЕНКО, член ради комітету АПУ з корпоративного права, радник ЮФ SayenkoKharenko