



Олександра Кологойда

докторка юридичних наук, професорка,
професорка кафедри господарського права
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка
(Київ, Україна)
ORCID ID: <http://orcid.org/0000-0001-6929-3225>
Researcher ID: <http://www.researcherid.com/rid/G-5740-2017>
a.kolohoida@icloud.com



Оксана Маленко

адвокатеса, керуюча партнерка
Адвокатського об'єднання "ІнтераКціо"
(Київ, Україна)
om3333@ukr.net

УДК 346.93:336:763

ПРАВОВІ АСПЕКТИ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ АКЦІЙ У ПРОЦЕДУРАХ SQUEEZE-OUT ТА SELL-OUT

АНОТАЦІЯ. Досліджено правове регулювання процедури визначення ціни викупу, обов'язкового викупу (продажу) акцій на вимогу особи, яка набула право власності на домінуючий контрольний пакет акцій товариства.

Метою статті є дослідження практичних аспектів проведення та використання оцінки ринкової вартості акцій у процедурах викупу акцій, аналіз судової практики розгляду спорів, пов'язаних із викупом акцій, визначення належних і допустимих доказів, що використовуються у корпоративних спорах.

23 березня 2017 р. прийнято Закон України № 1983-VIII "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах" (Закон № 1983-VIII), який врегулював два способи консолідації мажоритарним акціонером, якому належить понад 95 % акцій, всіх акцій такого товариства – інститут обов'язкового придбання акцій мажоритарним акціонером на вимогу міноритарного акціонера (процедура "sell-out") та інститут публічної вимоги мажоритарного акціонера щодо продажу йому простих акцій міноритаріями (процедура "squeeze-out") шляхом внесення змін і доповнень до Закону України "Про акціонерні товариства" (статті 65–65⁵).

Незважаючи на відповідність основних положень Закону № 1983-VIII положенням Директиви 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради щодо пропозицій про поглинання, аналіз норм Закону України "Про акціонерні товариства" та прак-

тика розгляду корпоративних спорів, пов'язаних із реалізацією норм закону про викуп (обов'язковий викуп), обов'язковий продаж акцій, свідчить про відсутність гарантій захисту права міноритарних акціонерів на одержання справедливої компенсації ринкової вартості акцій, що обумовлює складність вибору способів захисту та вирішення зазначеної категорії спорів господарськими судами.

На підставі аналізу норм законодавства, правових позицій вищих судових інстанцій та судової практики визначено правові підстави проведення незалежної оцінки та судової експертизи з визначення ринкової вартості акцій, а також належні та допустимі докази у корпоративних спорах, пов'язаних із викупом (обов'язковим викупом), обов'язковим продажем акцій.

Проведене дослідження свідчить про відсутність гарантій захисту права міноритарних акціонерів на одержання справедливої компенсації ринкової вартості акцій, що обумовлює актуальність теми дослідження з метою вибору належних способів захисту та правильного вирішення господарськими судами цієї категорії спорів.

Ключові слова: оцінка ринкової вартості акцій; викуп акцій; обов'язковий продаж акцій (*squeeze-out*); обов'язкове придбання акцій (*sell-out*).

23 березня 2017 р. прийнято Закон України № 1983-VIII “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах” (далі – Закон № 1983-VIII)¹, яким доповнено Закон України “Про акціонерні товариства” (далі – Закон № 514-VI)² ст. 65², якою встановлено право особи, яка є власником домінуючого контрольного пакета акцій (95 % і більше простих акцій акціонерного товариства) або уповноваженої особи групи осіб, що діють спільно, протягом 90 днів з дня подання повідомлення відповідно до ч. 2 цієї статті та за умови виконання нею дій, передбачених ст. 65 або ст. 65¹ Закону № 514-VI, надіслати до товариства публічну безвідкличну вимогу про придбання акцій в усіх власників акцій товариства (далі – публічна безвідклична вимога).

Особливий порядок реалізації процедури *squeeze-out* визначено Прикінцевими та перехідними положеннями Закону № 1983-VIII відповідно до п. 2 яких:

Протягом двох років з дня набрання чинності цим Законом особа (особи, які діють спільно), яка станом на дату набрання чинності цим Законом є прямо або опосередковано з урахуванням кількості акцій, що належать їй або її афілійованим особам, власником домінуючого контрольного пакета акцій акціонерного товариства (далі – заявник вимоги), має право застосувати положення статті 65² Закону України “Про акціонерні това-

¹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах: Закон України від 23 березня 2017 р. № 1983-VIII <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1983-19#n262>> (дата звернення: 20.05.2019).

² Про акціонерні товариства: Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17>> (дата звернення: 20.05.2019).

риства” виключно в порядку та на умовах, визначених у цьому пункті. Для реалізації прав, передбачених статтею 65² Закону України “Про акціонерні товариства”, заявник вимоги зобов’язаний у строки, передбачені цим пунктом, подати товариству повідомлення про намір скористатися правами, передбаченими статтею 65² Закону України “Про акціонерні товариства”, і публічну безвідкличну вимогу відповідно до положень статті 65² Закону України “Про акціонерні товариства”³.

У разі подання до товариства публічної безвідкличної вимоги всі акціонери акціонерного товариства, крім осіб, що діють спільно з такою особою, та її афілійованих осіб, і саме товариство зобов’язане в безумовному порядку продати належні їм акції цього товариства заявнику вимоги.

Прийняття Закону № 1983-VIII мало на меті імплементацію Директиви 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради щодо пропозицій про поглинання (далі – Директива 2004/25/ЄС)⁴, що набрала чинності 1 травня 2004 р. (строк імплементації – 20 травня 2006 р.), у межах виконання Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом (далі – ЄС), Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони⁵. Відповідно до п. 24 преамбули Директиви 2004/25/ЄС держави-члени повинні вжити необхідних заходів для надання оференту, який у результаті пропозиції поглинання придбав певний відсоток капіталу компанії, що дає право голосу, можливості вимагати від власників решти цінних паперів продати їх йому (їй). Проблемні аспекти реалізації процедури *squeeze-out* та невідповідність положень вітчизняного Закону № 514-VI, які регламентують процедуру *squeeze-out*, Директиви 2004/25/ЄС було висвітлено в попередніх дослідженнях О. Кологойди та В. Стафійчук⁶.

Кошти, які компанії всього світу направляють на викуп власних акцій, перевищують затрати на інноваційні проекти і персонал, які вважаються основними мотивами росту сучасних корпорацій. Подібна тенденція спостерігається в усіх галузях економіки. Цей інструмент може використовуватися для підвищення капіталізації, захисту від недружнього поглинання та зміни складу акціонерів. В. Передерій зазначає, що аналіз світового досвіду свідчить, що викуп власних акцій говорить про те, що

³ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (н 1).

⁴ Directive 2004/25/EEC of the European Parliament and of the Council of 21 Apr. 2004 on Takeovers bids. OJ L 142, 30.04.2004. P. 12-23 (accessed: 20.05.2019).

⁵ Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011> (дата звернення: 15.06.2019).

⁶ О Кологойда та В Стафійчук, ‘Процедура примусового продажу акцій (squeeze-out): законодавство та практика правозастосування’ (2018) 6 Право України 111-31; О Кологойда та В Стафійчук, ‘Захист прав міноритарних акціонерів у процедурі примусового продажу акцій (squeeze-out)’ (2018) 7 Право України 143-76.

у компанії є серйозні підстави передбачати зростання в майбутньому і незгоду менеджменту з встановленим курсом цінних паперів⁷. Але, на думку С. Янга, більшість компаній, акції яких розміщені на фондовому ринку, все ж таки оцінені коректно, і реальне зростання котирувань акцій можливе, якщо фірма планує принципово нові проекти, які забезпечать прорив і дійсно піднімуть ціну бізнесу. Лише у випадку реалізації зазначених вище умов компанія зможе отримати прибуток від викупу власних акцій⁸. Причинами викупу власних акцій виділяють також дивіденди, заохочення менеджменту або забезпечення можливих злиттів і поглинань, а також подальшого продажу акцій стратегічному інвестору, захист від небажаних поглинань, підвищення основних індексів оцінки підприємства, санація балансу (зменшення статутного капіталу), запобігання падінню ціни на акції через погіршення показників роботи компанії⁹. Проте викупувати власні акції задля підтримки їхнього курсу можуть лише ті компанії, акції яких котируються на біржах, яких в Україні майже не залишилося.

Стаття присвячена одному з найгостріших питань у процедурах *sell-out* і *squeeze-out* – оцінці ринкової вартості акцій та забезпеченню права міноритарного акціонера на одержання в результаті продажу (викупу) належних йому акцій справедливої компенсації їх ринкової вартості.

Авторки статті звертають увагу на необхідність забезпечення балансу інтересів мажоритарного та міноритарного акціонерів примусового викупу акцій і поділяють точку зору Ю. Жорнокуя, який визначає, що головним пріоритетом у сфері корпоративних відносин є захист саме приватної власності¹⁰.

Відповідно до ч. 3 ст. 65¹ Закону № 514-VI ціна придбання акцій визначається за найбільшою з таких:

- 1) ринкова вартість, визначена відповідно до статті 8 цього Закону, станом на останній робочий день, що передує дню розміщення у загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів або через особу, яка провадить діяльність з оприлюднення регульованої інформації від імені учасників фондового ринку, повідомлення про укладення особою (особами, що діють спільно) договору, за наслідками виконання якого вона з кількості акцій, які належать їй та її афілійованим особам, стане (прямо

⁷ В Передерій, 'Іноземний досвід викупу власних акцій як шлях до ефективного управління корпораціями в Україні' (2015) 11 Ефективна економіка <<http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4531>> (дата звернення: 25.05.2019).

⁸ S Young, 'Boom time for buybacks' in *The UK Stock Exchange Almanac* (Harriman House 2005) 106.

⁹ Передерій (н 7).

¹⁰ Ю Жорнокуй, 'Викуп акцій мажоритарним акціонером: за та проти' (2018) 6 Підприємство, господарство і право 32.

або опосередковано) власником контрольного пакета акцій або значного контрольного пакета акцій публічного акціонерного товариства;

2) найвища ціна, за якою особа (особи, що діють спільно) прямо та/або опосередковано набула право власності на акції цього товариства шляхом придбання акцій (паїв, часток) іншої юридичної особи протягом 12 місяців, що передують дню набуття такою особою контрольного пакета або значного контрольного пакета акцій товариства включно з днем набуття;

3) найвища ціна, за якою особа (особи, що діють спільно) придбавала акції (паї, частки) іншої юридичної особи, якій прямо або опосередковано належать акції цього товариства, протягом 12 місяців, що передують дню набуття такою особою контрольного пакета або значного контрольного пакета акцій товариства включно з днем набуття, за умови що вартість акцій товариства, які прямо або опосередковано належать такій юридичній особі, за даними її останньої річної фінансової звітності становить не менше 90 відсотків загальної вартості активів такої юридичної особи¹¹.

Відповідно до ч. 5 ст. 65² Закону № 514-VI ціна обов'язкового продажу акцій за Публічною безвідкличною вимогою визначається як найбільша з таких:

1) найвища ціна акції, за якою заявник вимоги, його афілійовані особи або треті особи, що діють спільно з ним, придбавали акції цього товариства протягом 12 місяців, що передують даті набуття домінуючого контрольного пакета акцій включно з датою набуття;

2) найвища ціна, за якою заявник вимоги, його афілійовані особи або треті особи, що діють спільно з ним, опосередковано набули право власності на акції цього товариства протягом 12 місяців, що передують даті набуття домінуючого контрольного пакета акцій товариства включно з датою набуття, за умови що вартість акцій товариства, які прямо або опосередковано належать такій юридичній особі, за даними її останньої річної фінансової звітності, становить не менше 90 відсотків загальної вартості активів такої юридичної особи;

3) ринкова вартість акцій товариства, визначена суб'єктом оціночної діяльності відповідно до статті 8 Закону “Про акціонерні товариства” станом на останній робочий день, що передує дню набуття заявником вимоги домінуючого пакета акцій товариства¹².

Акція є іменним емісійним цінним папером (статті 3, 6 Закону “Про цінні папери та фондовий ринок”¹³).

¹¹ Про акціонерні товариства (н 2).

¹² Там само.

¹³ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>> (дата звернення: 20.05.2019).

Порядок визначення ринкової вартості емісійних цінних паперів врегульовано ч. 2 ст. 8 Закону № 514-VI:

- 1) для емісійних цінних паперів, які не перебувають в обігу на фондових біржах, – як вартість цінних паперів, визначена відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність;
- 2) для емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах, – як середній біржовий курс таких цінних паперів на відповідній фондовій біржі, розрахований такою фондовою біржею за останні три місяці їх обігу, що передують дню, станом на який визначається ринкова вартість таких цінних паперів.
У разі якщо цінні папери перебувають в обігу на двох і більше фондових біржах та їхній середній біржовий курс за останні три місяці обігу, що передують дню, станом на який визначається ринкова вартість таких цінних паперів, на різних біржах відрізняється, ринкова вартість цінних паперів визначається наглядовою радою (якщо створення наглядової ради не передбачено статутом акціонерного товариства - виконавчим органом товариства) в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку;
- 3) для емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах, у разі якщо неможливо визначити ринкову вартість цінних паперів за останні три місяці їх обігу, що передують дню, станом на який визначається ринкова вартість таких цінних паперів, або у разі якщо законом передбачена можливість незастосування пункту другого цієї статті, – як вартість цінних паперів станом на таку дату, визначена відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність¹⁴.

Особливий порядок визначення ціни обов'язкового продажу акцій для реалізації *squeeze-out* у порядку, передбаченому п. 2 Прикінцевих та перехідних положень Закону 1983-VIII, визначається:

<...> щодо акцій товариств, акції яких включено до біржового реєстру, – середній біржовий курс таких акцій на відповідній фондовій біржі, розрахований такою фондовою біржею за останні три місяці їх обігу, що передують дню отримання товариством передбаченого цим пунктом повідомлення;
щодо акцій інших товариств – ринкова вартість акцій, визначена суб'єктом оціночної діяльності відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність станом на дату отримання товариством передбаченого цим пунктом повідомлення¹⁵.

¹⁴ Про акціонерні товариства (н 2).

¹⁵ Там само.

Ціна обов'язкового придбання акцій для реалізації процедури *sell-out*:

1) у порядку, визначеному ст. 65³ Закону № 514-VI, визначається відповідно до частин 5–7 ст. 65² Закону № 514-VI;

2) у порядку, визначеному п. 3 Прикінцевих та перехідних положень Закону 1983-VIII:

– щодо акцій, які включено до біржового реєстру, – середній біржовий курс таких акцій на відповідній фондовій біржі, розрахований такою фондовою біржею за останні три місяці їх обігу, що передують дню отримання товариством повідомлення;

– щодо акцій інших товариств – ринкова вартість акцій, визначена суб'єктом оціночної діяльності відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав і професійну оціночну діяльність станом на дату отримання товариством повідомлення;

– найвища ціна акції, за якою власник домінуючого контрольного пакета здійснив придбання акцій після набрання чинності Законом (4 червня 2017 р.).

Таким чином, відповідно до ч. 2 ст. 8, ч. 3 ст. 65¹, частин 5, 7 ст. 65² Закону № 514-VI спосіб визначення ринкової вартості емісійних цінних паперів визначається залежно від того, чи перебуває вся сукупність цінних паперів або їх частина в межах одного випуску в обігу хоча б на одній фондовій біржі незалежно від того, чи пройшли вони процедуру лістингу. Аналогічна правова позиція викладена в постанові Вищого господарського суду України (далі – ВГСУ) від 4 вересня 2012 р. у справі № 18/3521/11¹⁶.

Ціна викупу (обов'язкового продажу) акцій не може бути меншою, ніж їхня ринкова вартість. Відповідно до ч. 2 ст. 8 Закону № 514-VI ринкова вартість емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах, визначається як вартість цінних паперів, визначена відповідно до законодавства про цінні папери та фондовий ринок. Така позиція авторів підтверджується правовою позицією, викладеною в постанові ВГСУ від 3 вересня 2012 р. у справі № 18/321/12¹⁷, від 23 липня 2014 р. у справі № 910/22943/13¹⁸, постанові Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 18 липня 2018 р. № 902/790/16¹⁹.

¹⁶ Постанова Вищого господарського суду України від 4 вересня 2012 р. у справі № 18/3521/11 <<http://reyestr.court.gov.ua/Review/25898677>> (дата звернення: 20.05.2019).

¹⁷ Постанова Вищого господарського суду України від 3 вересня 2012 р. у справі № 18/321/12 <<http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/25890039>> (дата звернення: 20.05.2019).

¹⁸ Постанова Вищого господарського суду України від 23 липня 2014 р. у справі № 910/22943/13 <<http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/39924255>> (дата звернення: 20.05.2019).

¹⁹ Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 18 липня 2018 р. № 902/790/16 <<http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/75560122>> (дата звернення: 20.05.2019).

Норми ч. 2 ст. 8 Закону № 514-VI, які визначають порядок визначення ринкової вартості цінних паперів, є спеціальними щодо загальних норм законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність і застосовуються у разі визначення ринкової вартості акцій для цілей статей 65–65³ Закону № 514-VI (абзац 2 ч. 3 ст. 8 Закону № 514-VI).

Відповідно до ст. 1 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”²⁰ котирування – механізм визначення та (або) фіксації ринкової ціни цінного паперу.

Біржовий курс цінного папера – розрахункове значення ціни цінного папера (ринкова ціна цінного папера), яке визначається відповідно до порядку визначення біржового курсу цінного папера, встановленого Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) та оприлюднено відповідно до Положення про функціонування фондових бірж, затвердженого рішенням НКЦПФР від 22 листопада 2012 р. № 1688²¹.

Біржовий курс за результатами біржових торгів підлягає оприлюдненню на власному вебсайті фондової біржі (у цілодобовому режимі).

У постанові ВГСУ від 5 серпня 2013 р. у справі № 18/2483/12²² на підставі абзацу 5 п. 4 роз’яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10 серпня 2010 р. № 7 “Про порядок застосування розділу XII Закону України ‘Про акціонерні товариства’ щодо здійснення обов’язкового викупу акціонерним товариством розміщених ним акцій” зроблено висновок, що визначеною відповідно до законодавства про цінні папери та фондовий ринок ринковою вартістю емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах, є їх біржовий курс.

У постанові ВГСУ від 4 вересня 2012 р. у справі № 18/3521/11²³ зроблено висновок, що належним та допустимим доказом визначеної ринкової вартості емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах, є їх офіційно оприлюднений біржовий курс на власному вебсайті фондової біржі, в періодичному друкованому виданні фондової біржі та (або) офіційному друкованому виданні Комісії із зазначенням дати його визначення. При цьому положеннями п. 5 Роз’яснення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10 серпня 2010 р. № 7 передбачено, що емітент (його органи), інші заінтересовані особи можуть

²⁰ Про цінні папери та фондовий ринок (н 12).

²¹ Положення про функціонування фондових бірж, затверджене рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22 листопада 2012 р. № 1688 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>> (дата звернення: 20.05.2019).

²² Постанова Вищого господарського суду України від 5 серпня 2013 р. у справі № 18/2483/12 <<http://reyestr.court.gov.ua/Review/32855161>> (дата звернення: 20.05.2019).

²³ Постанова Вищого господарського суду України від 4 вересня 2012 р. у справі № 18/3521/11 (н 15).

звернутися до фондової біржі, за результатами торгів на якій визначено біржовий курс цінних паперів, за письмовим підтвердженням інформації щодо біржового курсу цінних паперів, оприлюдненої на вебсайті такої фондової біржі, в періодичному друкованому виданні фондової біржі та (або) офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Фондова біржа може надати підтвердження інформації щодо біржового курсу цінних паперів у письмовому вигляді, в обсязі не меншому ніж оприлюднено на вебсайті такої фондової біржі, в періодичному друкованому виданні фондової біржі та (або) офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Аналогічний висновок про використання довідки фондової біржі як належного доказу у справі, який підтверджує біржовий курс цінних паперів, викладено у постанові ВГСУ від 3 вересня 2012 р. у справі № 18/321/12²⁴. Суд вказав, що надана позивачем довідка публічного акціонерного товариства (далі – ПАТ) “Фондова біржа ‘Перспектива’”, яка містить фактичні дані про біржовий курс акцій ПАТ “Автокразбанк” станом на 5 липня 2011 р., повинна бути оцінена в порядку статей 33, 34 Господарського процесуального кодексу України (далі – ГПК України)²⁵, оскільки є офіційним документом, який містить інформацію, що входить до предмета доказування при встановленні фактичних обставин в установленому ГПК України порядку.

Ціна – істотна умова договору (правочину) викупу акцій. У постанові Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 20 липня 2019 р. у справі № 910/8705/18²⁶ та постанові ВГСУ від 5 серпня 2013 р. у справі № 18/2483/12²⁷ зроблено висновок, що ціна викупу акцій, яка є обов’язковим реквізитом повідомлення про право вимоги обов’язкового викупу акцій, що належать акціонеру, є також істотною умовою договору, який укладається між акціонерним товариством та акціонером про обов’язковий викуп товариством належних йому акцій.

Аналізуючи зазначені норми Закону № 514-VI, які регламентують порядок визначення ціни викупу (обов’язкового продажу) акцій у процедурах *squeeze-out* та *sell-out*, слід сказати, що вони на перший погляд відповідають положенням статей 5, 15 Директиви 2004/25/ЄС, які перед-

²⁴ Постанова Вищого господарського суду України від 3 вересня 2012 р. у справі № 18/321/12 (н 17).

²⁵ Господарський процесуальний кодекс України в редакції Закону від 3 жовтня 2017 р. № 2147-VIII <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1798-12>> (дата звернення: 25.05.2019).

²⁶ Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 20 лютого 2019 р. у справі № 910/8705/18 <<http://reyestr.court.gov.ua/Review/80108943>> (дата звернення: 25.05.2019).

²⁷ Постанова Вищого господарського суду України від 5 серпня 2013 р. у справі № 18/2483/12 (н 22).

бачають, що держави-члени повинні забезпечити, щоб мажоритарний власник (особи, що діють спільно) зробили публічну безвідкличну пропозицію (Оферту) та Публічну вимогу за справедливою ціною, якою є найвища ціна, сплачена оферентом (особами, що діють спільно), за акції протягом періоду, що визначається державою-членом, не менше ніж за 6 та не більше ніж за 12 місяців до пропозиції, але не враховують особливостей вітчизняного фондового ринку та ціноутворення на ньому, особливо в умовах застосування процедури *squeeze-out* приватними компаніями.

Держави-члени можуть уповноважити свої наглядові органи визначити критерії, що впливають на визначення ціни викупу, зокрема, визначення ціни за згодою між покупцем та продавцем, вплив маніпуляцій чи виключних обставин на ринкову ціну акцій, визначення ціни на підставі середньої ринкової (біржової) вартості акцій за певний період часу, врахування при оцінці ринкової вартості акцій ліквідаційної вартості компанії або інших об'єктивних критеріїв, що зазвичай використовуються для фінансового аналізу. Цей перелік не є вичерпним і визначається регулятором відповідно до національного законодавства.

При цьому згідно зі ст. 15 Директиви 2004/25/ЄС для Публічної вимоги справедливою вважається ціна, за якою оферент на підставі Публічної пропозиції (оферти) придбав пакет акцій, що надає право голосу і становить не менше, ніж 90 % капіталу компанії. Зазначена норма в Україні нівельована п. 2 Перехідних та прикінцевих положень Закону № 1983-VIII, які дозволяють застосовувати *squeeze-out* у компаніях, де домінуючий контрольний пакет акцій було сконцентровано мажоритарієм задовго до введення в дію Закону № 1983-VIII, а акції вилучено з обігу на фондових біржах із переходом в організаційно-правову форму приватного акціонерного товариства.

Процедура затвердження ринкової вартості акцій у процедурах *sell-out* та *squeeze-out* передбачає затвердження наглядовою радою товариства:

- ринкової вартості акцій, визначеної суб'єктом оціночної діяльності відповідно до ст. 8 Закону № 514-VI (ч. 3 ст. 65² Закону № 514-VI);
- ціни обов'язкового продажу акцій (для реалізації *squeeze-out* у порядку, визначеному п. 2 Прикінцевих та перехідних положень Закону № 1983-VIII);
- ціни обов'язкового придбання акцій для цілей реалізації *sell-out* (ст. 65³ Закону № 514-VI).

Відповідно до ч. 3 ст. 8 Закону № 514-VI:

Затверджена наглядовою радою Товариства вартість майна не може відрізнятись більше ніж на 10 відсотків від вартості, визначеної оцінювачем. Якщо затверджена ринкова вартість майна відрізняється від вар-

тості майна, визначеної відповідно до законодавства про оцінку, наглядова рада повинна мотивувати своє рішення²⁸.

Рішення наглядової ради товариства може бути оскаржено в судовому порядку акціонером (учасником) товариства шляхом пред'явлення позову про визнання його недійсним, якщо таке рішення не відповідає вимогам закону та порушує права чи законні інтереси учасника (акціонера) товариства. Невідповідність рішення наглядової ради в частині затвердження ринкової вартості акцій з метою їх викупу вимогам законодавства є підставою для визнання такого рішення недійсним (постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 9 жовтня 2018 р. № 923/415/17²⁹; постанова ВГСУ від 23 липня 2014 р. у справі № 910/22943/13³⁰; постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 20 лютого 2019 р. у справі № 910/8705/18³¹).

У постанові Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 9 жовтня 2018 р. № 923/415/17³² та постанові Господарського суду м. Києва від 4 вересня 2018 р. у справі № 910/8705/18³³ згідно з ч. 3 ст. 8 Закону № 514-VI наглядова рада затверджує ринкову вартість емісійних цінних паперів, зокрема й визначену відповідно до ч. 2 ст. 8 Закону № 514-VI, при цьому вона може брати до уваги вартість цих цінних паперів, визначену суб'єктом оціночної діяльності відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність, у разі наявності такої оцінки, однак затверджена ринкова вартість не може бути меншою ніж та, що визначена відповідно до ч. 2 ст. 8 Закону № 514-VI.

Першим *squeeze-out*, реалізованим в Україні, був викуп акцій ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО”. У зв'язку з тим, що при прийнятті рішення Наглядової ради від 4 жовтня 2017 р. у частині затвердження ціни придбання акцій акціонерного товариства (далі – АТ) “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” з метою реалізації Закону № 514-VI у розмірі 488,14 грн за одну акцію Наглядовою радою ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” було проігноровано середній біржовий курс акцій за три місяці до дати подання повідомлення про набуття значного контрольного та домінуючого контрольно-

²⁸ Про акціонерні товариства (н 2).

²⁹ Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 9 жовтня 2018 р. № 923/415/17 <<http://reyestr.court.gov.ua/Review/77044508>> (дата звернення: 20.05.2019).

³⁰ Постанова Вищого господарського суду України від 23 липня 2014 р. у справі № 910/22943/13 (н 18).

³¹ Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 20 лютого 2019 р. у справі № 910/8705/18 (н 26).

³² Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 9 жовтня 2018 р. № 923/415/17 (н 29).

³³ Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 20 лютого 2019 р. у справі № 910/8705/18 (н 26).

го пакету акцій, вказане рішення Наглядової ради визнано незаконним і протиправним постановою НКЦПФР про накладення санкцій за правопорушення на ринку цінних паперів від 19 січня 2018 р. № 624-СХ-1-Е, залишеною в силі рішенням НКЦПФР від 12 квітня 2018 р. № 226 “Про розгляд скарги публічного акціонерного товариства ‘ДТЕК ДНІПРО-ЕНЕРГО’ від 30 січня 2018 р. № 82/01-18 про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів від 19.01.2018 р. № 624-СХ-1-Е”³⁴. Однак це не призвело ні до зупинення *squeeze-out*, ні до визнання Публічної вимоги недійсною і заявник вимоги товариства з обмеженою відповідальністю (далі – ТОВ) “ДТЕК ПАУЕР ТРЕЙД” завершив процедуру *squeeze-out* 13 лютого 2018 р. за ціною 488,14 грн, визначеною з порушенням вимог статей 8, 65² Закону № 514-VI. Міноритарні акціонери, які не погодилися з процедурою та ціною викупу, змушені в судовому порядку обстоювати порушення права власності на акції.

У постанові Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 18 липня 2018 р. № 902/790/16³⁵ визначено, що належними доказами при оскарженні ціни викупу акцій є звіт суб’єкта оціночної діяльності, висновок експерта за результатами судової експертизи. При цьому суд вказав, що звіт про оцінку майна (акцій) є документом, який фіксує дії суб’єкта оціночної діяльності – суб’єкта господарювання щодо оцінки майна, здійснювані ним у певному порядку та спрямовані на виконання його професійних обов’язків, визначених законом і встановлених відповідним договором.

Звіт про оцінку майна (акцій) не створює жодних правових наслідків для учасників правовідносин з оцінки майна, а лише відображає та підтверджує зроблені суб’єктом оціночної діяльності – суб’єктом господарювання висновки і його дії щодо реалізації своєї практичної діяльності. Встановлена правова природа звіту про оцінку майна унеможливорює здійснення судового розгляду щодо застосування до нього наслідків, пов’язаних зі скасуванням юридичних актів чи визнанням недійсними правочинів (аналогічна правова позиція викладена у постанові Великої Палати Верховного Суду від 13 березня 2018 р. у справі № 914/881/17³⁶).

³⁴ Про розгляд скарги публічного акціонерного товариства “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” від 30 січня 2018 р. № 82/01-18 про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів від 19 січня 2018 р. № 624-СХ-1-Е <<https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2018/04/%D0%A0%D1%96%D1%88%D0%B5%D0%BD%D0%BD%D1%8F-226.doc>> (дата звернення: 25.05.2019).

³⁵ Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 18 липня 2018 р. № 902/790/16 (н 19).

³⁶ Постанова Великої Палати Верховного Суду у справі від 13 березня 2018 р. № 914/881/17 <<http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/72819699>> (дата звернення: 20.05.2019).

Олександра Кологойда, Оксана Маленко

У постанові Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 9 жовтня 2018 р. № 923/415/17³⁷ зроблено правовий висновок, що ціна акцій, яка ґрунтується на висновку суб'єкта оціночної діяльності, вчиненому з порушенням вимог нормативно-правових актів, не може вважатися дійсною ринковою ціною.

У справах № 910/2483/18, 910/15153/18, 910/8714/18 позивачем було надано рецензії Фонду державного майна України від 17 серпня 2018 р., відповідно до якої звіти про оцінку ринкової вартості акцій ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО”, приватного акціонерного товариства (далі – ПрАТ) “Металургійний комбінат ‘Азовсталь’”, складені суб'єктами оціночної діяльності, класифіковано за ознакою абзацу 4 п. 67 Національного стандарту № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440³⁸, як такі, що не повною мірою відповідає вимогам нормативно-правових актів з оцінки майна і має значні недоліки, що вплинули на достовірність оцінки. Таким чином, звіти Консалтингової фірми у формі ТОВ “Експерт-Аналітик” (дата оцінки – 7 вересня 2017 р.) про оцінку ринкової вартості однієї простої іменної акції ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” у розмірі 250,01 грн станом на 7 вересня 2017 р. і звіт ТОВ “Оціночний стандарт” про оцінку ринкової вартості однієї простої іменної акції ПрАТ “МК ‘Азовсталь’” у розмірі 0,564 грн станом на 2 березня 2018 р. у складі пакетів загальною кількістю 3,256 % від статутного фонду не можуть використовуватися для визначення ринкової вартості однієї простої іменної акції ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” та ПрАТ “МК ‘Азовсталь’”.

Оскільки за результатом виконаної незалежної оцінки були прийняті управлінські рішення (зокрема, здійснено викуп акцій), то відповідно до абзацу 3 п. 4 розділу IV Положення про порядок роботи Екзаменаційної комісії, затвердженого наказом Фонду державного майна України від 13 листопада 2002 р. № 1997³⁹, такий звіт доопрацюванню не підлягає, а матеріали щодо професійної оціночної діяльності оцінювача для вирішення питання про анулювання сертифіката суб'єкта оціночної діяльності передаються до секретаріату Екзаменаційної комісії. За результатами засідання Екзаменаційної комісії Фонду державного майна України від 30 серпня 2018 р. було анульовано сертифікат суб'єкта оціночної

www.pravoua.com.ua

³⁷ Постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 9 жовтня 2018 р. № 923/415/17 (н 29).

³⁸ Національний стандарт № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF>> (дата звернення: 20.05.2019).

³⁹ Положення про порядок роботи Екзаменаційної комісії, затвердженого наказом Фонду державного майна України від 13 листопада 2002 р. № 1997 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0925-02>> (дата звернення: 20.05.2019).

діяльності ТОВ “Оціночний стандарт”, а оцінювача зобов’язано пройти курси підвищення кваліфікації.

Визначений Законом № 514-VI механізм затвердження ціни обов’язкового продажу акцій, при якому наглядова рада є суб’єктом, який обирає оцінювача ринкової вартості акцій, визначає умови оцінки, затверджує і фактично використовує (через уповноважену або афілійовану особу мажоритарія) результати оцінки обумовлює істотні ризики порушення права міноритарного акціонера на отримання справедливої компенсації ринкової вартості примусово викуплених акцій. Це зумовлено тим, що склад Наглядової ради – представники мажоритарія, зацікавлені затвердити низьку ціну з метою зниження витрат мажоритарія на набуття 100 % пакету акцій, а також відсутністю у міноритарія права впливати на обрання оцінювача та неможливістю оскарження/перегляду оцінки (постанова Великої Палати Верховного Суду у справі від 13 березня 2018 р. за № 914/881/17⁴⁰ – звіт про оцінку майна не створює жодних правових наслідків).

Для порівняння зазначимо, що відповідно до частин 1 і 2 ст. 16 Закону України “Про відчуження земельних ділянок, інших об’єктів нерухомого майна, що на них розміщені, які перебувають у приватній власності, для суспільних потреб чи з мотивів суспільної необхідності”⁴¹ рішенням адміністративного суду у разі задоволення позову органу виконавчої влади чи органу місцевого самоврядування про примусове відчуження земельної ділянки, визначається викупна ціна та порядок її виплати, а також перелік та порядок надання майна замість відчуженого. Вимога про примусове відчуження земельної ділянки, інших об’єктів нерухомого майна, що на ній розміщені, підлягає задоволенню, у разі якщо позивач доведе, що будівництво, капітальний ремонт, реконструкція об’єктів, під розміщення яких відчужується відповідне майно, є неможливим без припинення права власності на таке майно попереднього власника.

Аналіз практики країн ЄС, які імплементували норми Директиви 2004/25/ЄС, свідчить про наявність у законодавстві цих країн механізмів контролю за визначенням справедливої компенсації примусово відчужуваних акцій. Так, законодавство Чехії передбачає обов’язковий перегляд ціни викупу акцій Національним банком. Додатково міноритарії мають право оскаржити ціну викупу до суду. Вартість акцій, які торгуються на біржі, не може бути меншою, ніж їхня біржова вартість. У Німеччині визначена мажоритарієм ціна перевіряється судом. За за-

⁴⁰ Постанова Великої Палати Верховного Суду у справі від 13 березня 2018 р. № 914/881/17 (н 36).

⁴¹ Про відчуження земельних ділянок, інших об’єктів нерухомого майна, що на них розміщені, які перебувають у приватній власності, для суспільних потреб чи з мотивів суспільної необхідності: Закон України від 17 листопада 2009 р. № 1559-VI <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1559-17>> (дата звернення: 23.05.2019).

явою мажоритарія суд призначає одного або більше експертів, які оцінюють достатність визначеної мажоритарієм ціни (статті 327b, 327c Закону Німеччини “Про акціонерні товариства”⁴²). Достатня компенсація за акції повинна відображати справжню вартість участі в компанії, а міноритарій повинен отримати ту суму, яку він отримав би за умови продажу акцій за власною волею, але в будь-якому випадку не менше ніж ринкова вартість акцій (рішення Федерального Конституційного Суду Німеччини у справі *DAT/Atlanta*⁴³). У Литві ціна примусового викупу акцій встановлюється на рівні ціни набуття домінуючого пакету акцій, або спосіб оцінки визначає мажоритарій, за умови забезпечення справедливості такої ціни (частини 4, 5 ст. 37 Закону Литви “Про цінні папери”). Додатковою гарантією є законодавча вимога про попереднє затвердження ціни викупу центральним банком. Акціонери можуть звернутися до суду з позовом про визначення справедливої ціни акцій, а суд має право зупинити процедуру *squeeze-out* до остаточного визначення такої ціни (ч. 13 ст. 37 Закону Литви “Про цінні папери”). У Польщі вартість акцій визначається на підставі середнього біржового курсу акцій (якщо вони торгуються на біржі), або на підставі експертної оцінки, призначеної загальними зборами, або за заявою виконавчого органу – судом. Міноритарії, які не згодні з визначеною експертом ціною, мають право звернутися до суду, який призначає нового оцінювача. Прийняте судом рішення не підлягає оскарженню. У Грузії ціна примусового викупу акцій визначається рішенням суду, який за заявою мажоритарного акціонера призначає незалежного експерта або брокерську компанію для оцінки акцій (ст. 309–312 Цивільного процесуального кодексу Грузії)⁴⁴, а також фіксує у своєму рішенні ціну акцій та дату їх примусового викупу (ст. 534 Закону Грузії про підприємців⁴⁵)⁴⁶.

Проблемні питання, що впливають на оцінку ринкової вартості акцій із метою *squeeze-out* та *sell-out*:

1. В ЄС *squeeze-out* регулюється як вихід публічної компанії з публічного ринку (*go private*). В Україні фактично відсутній публічний (біржовий) ринок акцій. Якщо в 2014 р. у біржовому лістингу було 126 акцій, то станом на 1 травня 2018 р. у лістингу фондової біржі ПАТ “Українська

⁴² Закон об акционерных обществах Германии. Параллельные русский и немецкий тексты = *Aktiengesetz. Paralleler russischer und deutscher* (Волтерс Клувер 2009) 440.

⁴³ Bundesverfassungsgericht; Beschluss des Ersten Senats vom 27. April 1999. 1 BvR 1613/94. Rn. (1-80) <http://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/1999/04/rs19990427_1bvr161394.ht> (дата звернення: 20.05.2019).

⁴⁴ Гражданский процессуальный кодекс Грузии от 14 ноября 1997 г. № 1106-Ic <<https://matsne.gov.ge/ru/document/download/29962/92/ru/pdf>> (дата звернення: 19.05.2019).

⁴⁵ О предпринимателях: Закон Грузии от 28 октября 1994 г. № 557 <<https://matsne.gov.ge/en/document/download/28408/49/ru/pdf>> (дата звернення: 19.05.2019).

⁴⁶ Володимир Гонін та Артем Шматов, ‘Ціна сквізауту: в пошуках справедливості’ Юридична Газета (19.02.2019) 20-2.

біржа” за другим рівнем лістингу перебували цінні папери акції лише чотирьох емітентів – ПАТ (“Донбасенерго”, МНП SE, “Мотор Січ”, “Укрнафта”), а станом на 1 лютого 2019 р. у лістингу ПАТ “Українська біржа” залишилися акції лише одного емітента – МНП SE. Крім цього, *free-float*, що перебував в обігу на організованому фондовому ринку, був незначним, тому не мав достатньої ліквідності, щоб ціна акцій відображала реальну ринкову вартість компанії.

Тенденція переходу ПАТ у ПрАТ розпочалася з прийняття Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів”⁴⁷, яким було скасовано обмеження щодо максимальної кількості акціонерів ПрАТ та посилилася у зв’язку з прийняттям Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів” (далі – Закон № 2210-VIII)⁴⁸. Відповідно до пунктів 4–6 Прикінцевих та перехідних положень Закону № 2210-VIII із набранням ним чинності (6 січня 2018 р.) всі емітенти (крім інститутів спільного інвестування), що здійснювали публічне розміщення цінних паперів до дня набрання чинності цим документом, вважаються такими, що не здійснювали публічної пропозиції цінних паперів і до них застосовуються вимоги Закону № 514-VI у частині регулювання діяльності приватних акціонерних товариств, крім тих емітентів, цінні папери яких перебувають у лістингу на день набрання чинності законом, та (або) оприлюднили повідомлення про те, що вони вважаються такими, що здійснювали публічну пропозицію цінних паперів.

2. Норми законів № 1983-VIII та № 2210-VIII дають змогу: не застосувати середній біржовий курс: а) якщо акції перебувають у біржовому списку як позалістингові цінні папери (п. 2 розділу II Прикінцевих та перехідних положень Закону № 1983-VIII); б) якщо акції перебувають в обігу на фондовій біржі, але неможливо визначити їхню ринкову вартість за визначений законом строк; в) для ПрАТ – до 1 травня 2018 р. або довічно, якщо відповідне рішення щодо незастосування положень ч. 2 ст. 8 Закону № 514-VI ухвалене загальними зборами акціонерів у строк до 30 квітня 2018 р.

У зазначених випадках ціна викупу визначається суб’єктом оціночної діяльності, залученим наглядовою радою товариства, що дає змогу мажоритарному акціонеру, який вже набув домінуючий пакет акцій цього товариства, через своїх представників у наглядовій раді товари-

⁴⁷ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів: Закон України від 7 квітня 2015 р. № 289-VIII <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/289-19>> (дата звернення: 19.05.2019).

⁴⁸ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів: Закон України від 16 листопада 2017 р. № 2210-VIII <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2210-19>> (дата звернення: 20.05.2019).

ства впливати на результати оцінки на шкоду інтересам міноритарних акціонерів.

Зокрема, при реалізації процедури *squeeze-out* за публічною безвідкличною вимогою від 6 грудня 2017 р. групою осіб, що спільно володіють домінуючим контрольним пакетом акцій ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО”, 4 жовтня 2017 р. рішенням Наглядової ради ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” ціна придбання акцій ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” була визначена на рівні 488,14 грн без урахування середнього біржового курсу акцій, який за даними ПАТ “Українська біржа” за період із 30 травня 2017 р. по 30 серпня 2017 р. становив 773,7013 грн⁴⁹, а затверджена рішення Наглядової ради ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” від 4 жовтня 2017 р. на підставі Консалтингової фірми у формі ТОВ “Експерт-Аналітик” (дата оцінки – 7 вересня 2017 р.) про оцінку ринкової вартості однієї простої іменної акції ПАТ “ДТЕК ДНІПРОЕНЕРГО” становила лише 250,01 грн. При примусовому викупі акцій ПАТ “МК ‘Азовсталь’” за публічною вимогою компанії *BARLENCO LTD* від 19 березня 2018 р. на підставі звіту про оцінку ринкової вартості акції станом на 1 березня 2018 р. ціна викупу становила лише 0,564 грн на одну акцію, що є заниженою щонайменше у десять разів. І такі випадки, на жаль, непоодинокі.

Законодавство не визначає особливих вимог до оцінки цінних паперів, зокрема акцій, що обумовлює питання про вихідні дані, які повинні використовуватися оцінювачем, методи оцінки ринкової вартості акцій, в якому пакеті – міноритарному чи 100 % – слід оцінювати ринкову вартість акцій з метою *squeeze-out* та *sell-out* тощо, що має бути врегульовано на рівні закону та окремого Стандарту оцінки ринкової вартості цінних паперів. Обґрунтовуючи необхідність визначення ринкової вартості акцій у 100 % пакеті, з огляду на вартість чистих активів товариства в процедурах викупу акцій за аналогією (ст. 8 Цивільного кодексу України), можна навести положення Закону України “Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю”⁵⁰. Відповідно до ч. 8 ст. 24 вартість частки учасника визначається, беручи до уваги вартість сукупності всіх часток учасників товариства пропорційно до розміру частки такого учасника.

3. Для міноритарного акціонера надвисокою та економічно не вигідною є ціна проведення незалежної альтернативної оцінки та судової експертизи. Зазначений вище аналіз практики застосування досліджу-

⁴⁹ Постанова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України № 624-СХ-1-Е про накладення санкції за правопорушення на ринку цінних паперів <<https://www.nssmc.gov.ua/documents/pro-rozglyad-skargi-publchnogo-aktsonernogo-tovarisstva-dtek-dnproenergo-vd-30-01-2018-v-8201-18-na-postanovu-pro-nakladennya-sankts-za-2/>> (дата звернення: 20.02.2019).

⁵⁰ Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю: Закон України від 6 лютого 2018 р. № 2275-VIII <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2275-19>> (дата звернення: 20.02.2019).

ваних процедур у країнах Європи свідчить про те, що тягар доведення справедливості ціни примусового викупу акцій в суді несе мажоритарій.

4. Відповідно до ст. 11 Закону України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність”⁵¹ замовником оцінки майна можуть бути особи, яким зазначене майно належить на законних підставах або у яких майно перебуває на законних підставах, що не виправдано обмежує право колишнього акціонера укласти договір про проведення незалежної оцінки ринкової вартості акцій у разі незгоди з ціною їх примусового викупу. Обов’язковою умовою проведення оцінки майна є його огляд. Однак, враховуючи бездокументарну форму існування, акції не можуть бути оглянуті оцінювачем, що обумовлює необхідність законодавчої регламентації проведення оцінки ринкової вартості акцій по документах, за вартістю чистих активів, відображеною у фінансовій звітності товариства.

5. Міноритарні акціонери мають також проблему збору пакету документів для оцінки, зокрема, через відсутність обов’язку емітента при реалізації процедур *squeeze-out* та *sell-out* розкривати звіти про оцінку ринкової вартості акцій, аудиторські висновки, надавати на вимогу міноритарія (зокрема й колишнього акціонера, у якого примусово викуплені акції) квартальну фінансову звітність, інформацію про майно (з метою переоцінки активів). Відповідно до ст. 25 Закону № 514-VI одним із прав акціонера – власника простої акції є право на отримання інформації про господарську діяльність акціонерного товариства в обсязі та порядку, визначеному статтями 77, 78 Закону № 514-VI. Оскільки закон не передбачає можливості зупинення процедури *squeeze-out* у випадку її оскарження міноритарієм, на момент збору інформації для проведення незалежної оцінки або судової експертизи міноритарій вже не є акціонером (власником акцій), на підставі чого емітенти відмовляють у наданні інформації.

У попередніх дослідженнях О. Кологойди було обґрунтовано, що спори, пов’язані з викупом, обов’язковим викупом (статті 65¹, 65³, 68 Закону № 514-VI) та обов’язковим продажем акцій (ст. 65² Закону № 514-VI) (зокрема, про визнання недійсною публічної безвідкличної вимоги про придбання акцій в усіх власників акцій, про стягнення грошової суми компенсації ринкової вартості викуплених акцій) є різновидом корпоративних спорів, оскільки правовим наслідком викупу, обов’язкового викупу/продажу акцій є припинення корпоративних відносин внаслідок припинення права власності на акцію⁵².

⁵¹ Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2658-III <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁵² О Кологойда, ‘Щодо поняття та критеріїв корпоративного спору’ (2019) 3 Право України 237-59.

Доказами, що можуть використовуватися з метою підтвердження ринкової вартості акцій, що є об'єктом викупу (обов'язкового продажу), є довідка фондової біржі про біржовий (середній біржовий) курс акцій (для лістингових цінних паперів), висновок незалежної оцінки ринкової вартості майна та висновок експерта (для лістингових і позалістингових цінних паперів).

Правові засади оцінки майна, майнових прав та професійної оціночної діяльності в Україні визначаються нормами Закону України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні”⁵³, Національного стандарту № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав”, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 10 вересня 2003 р. № 1440⁵⁴, Національного стандарту № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів”, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 р. № 1655⁵⁵, Методики оцінки майна, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. за № 1891⁵⁶, наказом Фонду Державного майна України від 23 січня 2004 р. № 105 “Про затвердження Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу”⁵⁷, інструктивного листа Фонду державного майна України “Про роз'яснення деяких положень Методики оцінки майна, затвердженої постановою Кабінету Міністрів України від 10.12.2003 р. № 1891” від 23 січня 2004 р. № 10-36-835⁵⁸, Міжнародними стандартами оцінки.

Відповідно до ст. 98 ГПК України ‘висновок експерта – це докладний опис проведених експертом досліджень, зроблені у результаті них висновки та обґрунтовані відповіді на питання, поставлені експертіві, складений у порядку, визначеному законодавством’⁵⁹. У ньому мають бути зазначені відомості, визначені у ст. 98 ГПК України. Законом України “Про внесення змін до Господарського процесуального кодексу України, Цивільного процесуального кодексу України, Кодексу адміністративного

⁵³ Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні (н 51).

⁵⁴ Національний стандарт № 1 “Загальні засади оцінки майна і майнових прав” (н 38).

⁵⁵ Про затвердження Національного стандарту № 3 “Оцінка цілісних майнових комплексів”: постанова Кабінету Міністрів України від 29 листопада 2006 р. № 1655 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1655-2006-п>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁵⁶ Про затвердження Методики оцінки майна: постанова Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. № 1891 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1891-2003-п>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁵⁷ Про затвердження Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу: наказ Фонду Державного майна України від 23 січня 2004 р. № 105 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0135-04>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁵⁸ Про роз'яснення деяких положень Методики оцінки майна, затвердженої постановою Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. № 1891: інструктивний лист Фонду державного майна України від 23 січня 2004 р. № 10-36-835 <<https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v-835224-04>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁵⁹ Господарський процесуальний кодекс України (н 25).

судочинства України та інших законодавчих актів⁶⁰ Закон України “Про судову експертизу”⁶¹ було доповнено ст. 7¹, відповідно до якої підставою проведення судової експертизи є відповідне судове рішення чи рішення органу досудового розслідування, або договір з експертом чи експертною установою – якщо експертиза проводиться на замовлення інших осіб. Зазначений підхід знайшов своє закріплення і в новій редакції ГПК України, що відповідає принципам господарського процесу та скорочує строки розгляду справи в господарському суді. Відповідно до статей 98, 101 ГПК України учасник справи має право подати до суду висновок експерта, складений за його замовленням.

Проведення судових експертиз, експертних досліджень з оцінки майна здійснюється на умовах і в порядку, передбачених Законом України “Про судову експертизу”⁶², з урахуванням особливостей, визначених Законом України “Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні” щодо методичного регулювання оцінки майна, Інструкцією про призначення та проведення судових експертиз та експертних досліджень, затвердженої наказом Міністерства юстиції України від 8 жовтня 1998 р. № 53/5 (у редакції наказу Міністерства юстиції України від 30 грудня 2004 р. № 144/5) (далі – Інструкція)⁶³.

Законом України “Про судову експертизу” визначено: ‘Судова експертиза – це дослідження на основі спеціальних знань у галузі науки, техніки, мистецтва, ремесла тощо об’єктів, явищ і процесів з метою надання висновку з питань, що є або будуть предметом судового розгляду’⁶⁴. При цьому відповідно до ст. 10 цього документа судовими експертами можуть бути особи, які мають необхідні знання для надання висновку з досліджуваних питань. Судово-експертну діяльність здійснюють державні спеціалізовані установи, а також судові експерти, які не є працівниками зазначених установ. Виключно державними спеціалізованими установами здійснюється судово-експертна діяльність, пов’язана з проведенням криміналістичних, судово-медичних і судово-психіатричних експертиз. Для проведення деяких видів експертиз, які не здійснюються виключно державними спеціалізованими установами, за рішенням особи або орга-

⁶⁰ Про внесення змін до Господарського процесуального кодексу України, Цивільного процесуального кодексу України, Кодексу адміністративного судочинства України та інших законодавчих актів: Закон України від 3 жовтня 2017 р. № 2147-VIII <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2147-19>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁶¹ Про судову експертизу: Закон України 25 лютого 1994 р. № 4038-XII <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4038-12>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁶² Там само.

⁶³ Про затвердження Інструкції про призначення та проведення судових експертиз та експертних досліджень: наказ Міністерства юстиції України від 8 жовтня 1998 р. № 53/5 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0705-98>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁶⁴ Про судову експертизу (н 61).

ну, що призначили судову експертизу, можуть залучатися крім судових експертів також інші фахівці з відповідних галузей знань.

Відповідно до Інструкції одним із видів судових експертиз є економічна експертиза. До внесення змін до Інструкції від 22 січня 2013 р. окремо виділялася оціночна експертиза (зокрема й оцінка цілісних майнових комплексів; паїв; цінних паперів; оцінка будівельних об'єктів та споруд; оцінка машин, обладнання, транспортних засобів, літальних апаратів, судноплавних засобів). Чинне законодавство окремого виду судових експертиз та кваліфікації судових експертів з оцінки вартості цінних паперів не передбачає, оцінки ринкової вартості цінних паперів здійснюється експертами-економістами.

Згідно з п. 1.4 Інструкції під час проведення експертиз (експертних досліджень) з метою виконання певного експертного завдання експертами застосовуються відповідні методи дослідження, методики проведення судових експертиз, а також нормативно-правові акти та нормативні документи. З метою оцінки ринкової вартості акцій експерт застосовує норми Закону № 514-VI, Методику “Методи, способи та прийоми, які використовуються при проведенні судово-економічних експертиз” (реєстраційний код із Реєстру методик проведення судових експертиз – 11.0.08)⁶⁵, вихідні дані, отримані експертом на підставі інформації, розкритої відповідно до Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, затверджене рішенням НКЦПФР від 3 грудня 2013 р. № 2826⁶⁶, Положення про Державну установу “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України”, затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29 липня 1998 р. № 94⁶⁷, Положення про формування інформаційної бази даних про ринок цінних паперів, затверджене рішенням НКЦПФР від 3 червня 2014 р. № 73⁶⁸, Положення про функціонування фондових бірж, затверджене рішенням НКЦПФР від 22 листопада 2012 р. № 1688⁶⁹, Порядку подання та розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів торговцями цінними паперами та фондовими біржа-

⁶⁵ Методи, способи та прийоми, які використовуються при проведенні судово-економічних експертиз: методика проведення судових експертиз <<http://rmpse.minjust.gov.ua/page/14>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁶⁶ Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів: рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 3 грудня 2013 р. № 2826 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2180-13>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁶⁷ Про затвердження Положення про Державну установу Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29 липня 1998 р. № 94 <<https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0592863-18>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁶⁸ Про затвердження Положення про формування інформаційної бази даних про ринок цінних паперів: рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 3 червня 2014 р. № 73 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0693-14>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁶⁹ Положення про функціонування фондових бірж (н 21).

ми, затвердженого рішенням НКЦПФР від 5 лютого 2013 р. № 131⁷⁰ на електронних ресурсах: інформаційна база даних SMIDA (<http://smida.gov.ua>), загальнодоступна база даних НКЦПФР про ринок цінних паперів (<http://stockmarket.gov.ua>), сайти фондових бірж, зокрема, ПАТ “Українська біржа” (<http://www.ux.ua/>).

У зв’язку з тим, що положення Закону України “Про оцінку майна майновий прав та професійну оціночну діяльність” не поширюються на судових експертів, судовий експерт, який здійснює судово-експертну діяльність, пов’язану з оцінкою майна, визначенням матеріальних збитків, відповідно до експертної спеціальності на підставі свідчення про присвоєння кваліфікації судового експерта не обов’язково повинен бути суб’єктом оціночної діяльності (інструктивний лист Фонду державного майна України від 28 квітня 2006 р. № 10-36-6537⁷¹).

Експерти, які не є працівниками державних спеціалізованих установ та на професійній основі здійснюють судово-експертну діяльність, забезпечують проведення експертиз і досліджень відповідно до вимог Інструкції про особливості здійснення судово-експертної діяльності атестованими судовими експертами, що не працюють у державних спеціалізованих експертних установах, затвердженої наказом Міністерства юстиції України від 12 грудня 2011 р. № 3505/5⁷².

Судовий експерт здійснює свою діяльність із певного виду експертної спеціальності на підставі свідчення про присвоєння кваліфікації судового експерта, виданого Міністерством юстиції України відповідно до Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів, затвердженого наказом Міністерства юстиції України від 3 березня 2015 р. № 301/5⁷³.

Кваліфікація судового експерта фахівцям, які не є працівниками державних спеціалізованих установ, присвоюється згідно з Переліком видів судових експертиз та експертних спеціальностей, за якими присвоюється кваліфікація судового експерта фахівцям, що не працюють у державних спеціалізованих установах (додаток 7 до Переліку). Пункт 13 Додатку 7 –

⁷⁰ Про затвердження Порядку подання та розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів торговцями цінними паперами та фондовими біржами: рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 5 лютого 2013 р. № 131 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0320-13>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁷¹ Інструктивний лист Фонду державного майна України від 28 квітня 2006 р. № 10-36-6537 <<http://www.spfu.gov.ua/ua/documents/1530.html>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁷² Про затвердження Інструкції про особливості здійснення судово-експертної діяльності атестованими судовими експертами, що не працюють у державних спеціалізованих експертних установах: наказ Міністерства юстиції України від 12 грудня 2011 р. № 3505/5 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1431-11>> (дата звернення: 20.05.2019).

⁷³ Про затвердження Положення про експертно-кваліфікаційні комісії та атестацію судових експертів: наказ Міністерства юстиції України від 3 березня 2015 р. № 301/5 <<https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0249-15>> (дата звернення: 20.05.2019).

економічна експертиза. Окремого виду судових експертиз та кваліфікації судових експертів з оцінки вартості цінних паперів за чинним законодавством України не існує.

Висновки. Примусове позбавлення міноритарних акціонерів права власності на акції можливе лише у разі суспільної необхідності, з дотриманням вимог закону, принципу справедливості і балансу інтересів та за умови попередньої повної компенсації її ринкової вартості. Аналіз норм закону про викуп (обов'язковий викуп), обов'язковий продаж акцій свідчить про відсутність гарантій захисту права міноритарних акціонерів на одержання справедливої компенсації ринкової вартості акцій, що обумовлює складність вибору способів захисту та вирішення зазначеної категорії спорів господарськими судами. Належними доказами при оскарженні ціни викупу акцій є довідка фондової біржі про біржовий (середній біржовий) курс акцій (для лістингових цінних паперів), звіт суб'єкта оціночної діяльності, висновок експерта за результатами судової експертизи.

На основі зазначеного вище можемо зробити такі пропозиції щодо удосконалення законодавства в сфері оцінки ринкової вартості акцій: визначити на рівні закону, що об'єктом оцінки є одна проста акція у 100 % пакеті; встановити підвищені вимоги до суб'єктів оціночної діяльності, що мають право здійснювати оцінку ринкової вартості акцій з метою викупу; впровадити відповідальність суб'єкта оціночної діяльності за збитки, заподіяні міноритарію, у разі проведення оцінки з порушенням вимог законодавства; обов'язок НКЦПФР зупинити процедуру *squeeze-out* у разі надходження обґрунтованої скарги міноритарія з метою проведення розслідування та здійснення рецензування звіту про оцінку Фондом державного майна України або саморегулювальною організацією оцінювачів. У разі негативної рецензії (значні порушення, що вплинули на достовірність оцінки) наслідком має бути визнання Оферти та (або) Публічної вимоги нікчемними, позбавлення оцінювача права проводити оцінку ринкової вартості акцій та проведення альтернативної оцінки коштом мажоритарія оцінювачем, визначеним НКЦПФР або судом.

REFERENCES

Bibliography

Edited books

1. Young S, 'Boom time for buybacks' in *The UK Stock Exchange Almanac* (Harriman House 2005) (in English).
2. *Zakon ob aktsionernyih obschestvah Germanii [German Joint Stock Company Law]. Parallelnyye russkiy i nemetskiy tekstyi Aktiengesetz. Paralleler russischer und deutscher Text [Parallel Russian and German texts]* (Volters Kluver 2009) 440 (in Russian and German).

Jornal articles

3. Kolohoida O ta Stafiiichuk V, 'Protsedura prymusovoho prodazhu aktsii (squeeze-out): zakonodavstvo ta praktyka pravozastosuvannia' ['Squeeze-out Procedure: Law and Practice of Enforcement'] (2018) 6 *Pravo Ukrainy* 111-31 (in Ukrainian).
4. Kolohoida O ta Stafiiichuk V, 'Zakhyst prav minorityarnykh aktsioneriv u protseduri prymusovoho prodazhu aktsii (squeeze-out)' ['Protection of the Minority Shareholders Rights in the Procedure of Forced Buyback of the Shares (Squeeze-out)'] (2018) 7 *Pravo Ukrainy* 143-76 (in Ukrainian).
5. Kolohoida O, 'Shchodo poniattia ta kryteriiv korporatyvnoho sporu' ['Concerning the Concept and Criteria of a Corporate Dispute'] (2019) 3 *Pravo Ukrainy* 237-59 (in Ukrainian).
6. Zhornokui Yu, 'Vykup aktsii mazhorytarnym aktsionerom: za ta proty' ['Repurchase of Shares by Majority Shareholder: for and Against'] (2018) 6 *Pidpriemnytstvo, gospodarstvo i pravo* 31-3 (in Ukrainian).
7. Perederii V, 'Inozemnyi dosvid vykupu vlasnykh aktsii yak shliakh do efektyvnoho upravlinnia korporatsiiamy v Ukraini' ['Foreign Redemption Experience as a Way to Effectively Manage Corporations in Ukraine'] (2015) 11 *Efektivna ekonomika* <<http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4531>> (accessed: 25.05.2019) (in Ukrainian).

Newspaper articles

8. Ihonin V ta Shmatov A, 'Tsina skviz autu: v poshukakh spravedlyvosti' ['Squeeze-out Price: in Search of Justice'] *Yurydychna Hazeta* (19.02.2019) 20-2 (in Ukrainian).

Oleksandra Kolohoida
Oksana Malenko

LEGAL ASPECTS OF SHARE MARKET VALUE ASSESSMENT IN THE SQUEEZE-OUT AND SELL-OUT PROCEDURES

ABSTRACT. The article examines legal regulation of the procedure for determining the price of reacquisition and mandatory reacquisition (sale) of shares by request of a person who has acquired ownership of the dominant controlling stake in a company.

The purpose of the article is to study the practical aspects of share market value assessment and its use in the share reacquisition procedures, to analyze the case law regarding consideration of disputes which relate to reacquisition of shares, and to determine the appropriate and admissible evidence to be used in corporate disputes.

Олександра Кологойда, Оксана Маленко

On March 23, 2017, Law of Ukraine No. 1983-VIII “On Amending Some Legislative Acts of Ukraine on Enhancement of Corporate Governance in Joint-Stock Companies” (Law No. 1983-VIII) was adopted; this Law straightened out the two ways which are available to the majority shareholder, which holds more than 95% of shares, to consolidate all of the shares of such a company – the institute of mandatory shares acquisition by a majority shareholder by request of a minority shareholder (“*sell-out*” procedure) and the institute of a majority shareholder’s public request to minority shareholders to sell their ordinary shares (“*squeeze-out*” procedure) by amending and supplementing the Law of Ukraine “On Joint Stock Companies” (Articles 65-65⁵).

Despite compliance of the main provisions of Law No. 1983-VIII with the provisions of Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council on takeover bids, the analysis of the provisions contained in the Law of Ukraine “On Joint Stock Companies” and the practice of consideration of corporate disputes relating to the implementation of provisions of the law on reacquisition (mandatory reacquisition) and mandatory sale of shares shows that there are no guarantees which may protect the right of minority shareholders to receive a fair compensation for the market value of their shares, and this makes it difficult for economic courts to choose remedies and resolve disputes of the specified category.

Based on the analysis of statutory provisions, legal positions of higher courts and respective case law, the author determines the legal grounds for independent evaluation and judicial expert examination aimed at assessing the market value of shares, and also determines the appropriate and admissible evidence in corporate disputes which relate to reacquisition (mandatory reacquisition) and mandatory sale of shares.

The investigation made by the author shows that there are no guarantees which may protect the right of minority shareholders to receive a fair compensation for the market value of their shares, and thus the research topic is seen as important with a view to choosing appropriate remedies and ensuring fair resolution of disputes of this category by economic courts.

KEYWORDS: share market value assessment; share reacquisition; mandatory sale of shares (*squeeze-out*); mandatory acquisition of shares (*sell-out*).