

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДОНЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ВАСИЛЯ СТУСА

ПИЛЯВЕЦЬ ВАДИМ ВІКТОРОВИЧ

Допускається до захисту:

в.о. завідувача кафедри  
цивільного права і процесу,  
к.ю.н., доцент

\_\_\_\_\_ Ю. П. Уралова  
« \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2020 р.

ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ПРИМУСОВОГО ВИКУПУ АКЦІЙ

Спеціальність 081 Право

Магістерська робота

Керівник:

Дорошенко Л. М., доцент кафедри  
цивільного права і процесу,  
к.ю.н., доцент

Оцінка: \_\_\_\_\_ / \_\_\_\_\_ / \_\_\_\_\_  
(бали/за шкалою ЕКТС/за національною шкалою)

Голова ЕК: \_\_\_\_\_  
(підпис)

Вінниця – 2020

## **ЗАТВЕРДЖЕНО:**

Керівник: Дорошенко Л. М..  
доцент кафедри цивільного права і процесу, кандидат юридичних наук,  
доцент

« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

### **МАГІСТЕРСЬКЕ ЗАВДАННЯ** студента 2 курсу СО «Магістр» групи «Г», денного відділення спеціальності «Право»

**Пилявця Вадима Вікторовича**

- 1. Тема роботи:** Правове регулювання примусового викупу акцій.
- 2. Строк надання студентом роботи керівнику:** «16» листопада 2020 р.
- 3. Вихідні дані до роботи:** наукова література, нормативно-правові акти України та зарубіжних країн, практика застосування законодавства щодо примусового викупу акцій, статистичні дані.
- 4. Робота виконується на базі:** кафедри цивільного права та процесу юридичного факультету Донецького національного університету імені Василя Стуса.
- 5. Результати дослідження:** розроблено теоретичні положення щодо правового регулювання примусового викупу акцій та пропозиції його вдосконалення; узагальнено висновки судової практики щодо застосування процедури обов'язкового продажу акцій.
- 6. Область застосування результатів роботи:** наукова діяльність.

Тема магістерської роботи зареєстрована № 399/08 «15» вересня 2020 р.

Ст. лаборант кафедри \_\_\_\_\_ (підпис)

## **УЗГОДЖЕНО:**

« \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 20\_\_ р.

В.о. зав. кафедри  
цивільного права і процесу,  
доцент, к.ю.н.

Ю. П. Уралова

## АНОТАЦІЯ

**Пилявець В. В.** Правове регулювання примусового викупу акцій. Магістерська робота. Кафедра цивільного права та процесу юридичного факультету, Донецький національний університет імені Василя Стуса Міністерства освіти і науки України, Вінниця, 2020. – 94 с.

У роботі проведено комплексне дослідження примусового викупу акцій, на основі якого сформульовано нові теоретико-правові положення та пропозиції щодо вдосконалення правового регулювання в цій сфері. Визначено та охарактеризовано суб'єктів та об'єкти примусового викупу акцій, порядок здійснення та оскарження процедури обов'язкового продажу акцій.

Ключові слова: акція, примусовий викуп акцій, обов'язковий продаж акцій, обов'язкове придбання акцій, домінуючий контрольний пакет акцій, мажоритарний акціонер, міноритарний акціонер, процедура squeeze-out, процедура sell-out

Бібліографія: 73 найм.

## SUMMARY

**Pyliavets V. V.** Legal regulation of compulsory redemption of share. The Master's Thesis. Civil law and procedure department of Law Faculty, Vasyl' Stus Donetsk National University, Ministry of Education and Science of Ukraine, Vinnitsa, 2020. – 94 p.

The paper includes a comprehensive study of the compulsory redemption shares on the basis of which new theoretical and legal provisions and proposals to improve legal regulation in this area were formulated. The subjects and object of compulsory redemption of shares, implementation and appeal of procedure of compulsory sale of shares were defined and characterized.

Keywords: share, compulsory redemption of shares, mandatory sale of shares, mandatory purchase of shares, dominant controlling interest, majority shareholder, minority shareholder, squeeze-out procedure, sell-out procedure

Bibliography: 73 items.

## ЗМІСТ

ВСТУП .....	6
РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНОТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ ЩОДО ПРИМУСОВОГО ВИКУПУ АКЦІЙ.....	11
1.1. Поняття, ознаки та сутність примусового викупу акцій.....	11
1.2. Суб'єкти примусового викупу акцій.....	24
1.3. Об'єкт примусового викупу акцій.....	37
РОЗДІЛ 2. ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ ПРО ОБОВ'ЯЗКОВИЙ ПРОДАЖ АКЦІЙ АКЦІОНЕРІВ НА ВИМОГУ ВЛАСНИКА ДОМІНУЮЧОГО КОНТРОЛЬНОГО ПАКЕТУ АКЦІЙ.....	55
2.1. Порядок обов'язкового продажу акцій на вимогу власника домінуючого пакету акцій.....	55
2.2. Гарантії захисту прав міноритарного акціонера.....	66
2.3. Визначення справедливої ціни акцій .....	79
ВИСНОВКИ.....	96
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ПОСИЛАНЬ.....	100
ДОДАТКИ.....	109
ДОДАТОК А Дорошенко Л. М. Пилявець В. В. Визначення справедливої ціни обов'язкового продажу акцій. <i>Часопис Київського університету права.</i> 2020, № 3. С. 156-162.	



## **ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ СИМВОЛІВ, ОДИНИЦЬ, СКОРОЧЕНЬ І ТЕРМІНІВ**

абз.	- абзац
АТ	- акціонерне товариство
ВС	- Верховний суд
ГК України	- Господарський кодекс України
ГПК України	- Господарсько-процесуальний кодекс України
Директива 2004/25/ЄС	- Директива 2004/25/ЄС Європейського парламенту і Ради від 21 квітня 2004 року про пропозиції поглинання
ЗІБД	- загальнодоступна інформаційна база даних
Закон № 1983-VIII	- Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах»
Закон «Про АТ»	- Закон України «Про акціонерні товариства»
Закон «Про ТОВ та ТДВ»	- Закон України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю»
КСУ	- Конституційний суд України
НДУ	- Національний депозитарій України
НКЦПФР	- Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
п.	- пункт
ПрАТ	- приватне акціонерне товариство
ПАТ	- публічне акціонерне товариство
ст.	- стаття
ФДМУ	- Фонд державного майна України
ЦК України	- Цивільний кодекс України
ч.	- частина

## ВСТУП

**Обґрунтування актуальності теми.** Законом № 1983-VIII шляхом доповнення Закону «Про АТ» статтями 65-2 та 65-3, які регулюють обов'язковий продаж та придбання акцій [1], вперше на законодавчому рівні закріплено інститути примусового викупу акцій або, як називають ці законодавчі інструменти в США та західноєвропейських країнах, – squeeze-out та sell-out відповідно. Ці інститути запроваджені з метою імплементації Директиви 2004/25/ЄС у рамках виконання зобов'язань, взятих Україною у зв'язку ратифікацією Угоди про асоціацію з Європейським Союзом.

Проте вказані законодавчі зміни викликали стурбованість серед правознавців, юристів-практиків та учасників корпоративних відносин. Як правило, критики примусового викупу акцій обґрунтовують свою позицію порушенням права власності міноритарних акціонерів на акції і відповідним конституційно-правових приписам, неефективністю судового захисту прав та інтересів акціонерів і відсутністю контролю з боку держави. У свою чергу прихильники законодавчих змін обґрунтовують свою позицію економічною доцільністю процедури викупу, можливістю попередження корпоративних конфліктів та усунення загрози рейдерства. Незважаючи на те, що з моменту внесення змін до Закону «Про АТ» пройшло три роки, до теперішнього часу в інформаційному просторі лунають заклики щодо скасування цього інституту як неконституційного, а судова практика поповнюється новими справами, які спрямовані на оскарження окремих положень, пов'язаних з процедурою squeeze-out. Так, у 2019 році була спроба визнання процедури squeeze-out неконституційною, однак КСУ відмовив у відкритті провадження з формальних підстав [2]. Згодом справа про визнання недійсною процедури squeeze-out, яка знаходилась на розгляді у Касаційному господарському суді у складі ВС, була передана на розгляд Великої Палати ВС у зв'язку з наявністю виключної правової проблеми [3]. Проте на момент написання цієї наукової роботи рішення по справі досі не прийняте.

Поряд з цим офіційна статистика щодо результатів впровадження процедури squeeze-out свідчить про позитивні успіхи. Так, НКЦПФР повідомила, що з початку запровадження обов'язкового продажу акцій, 317 товариств здійснили цю процедуру. При цьому станом на 1 березня 2020 року з рахунків умовного зберігання відповідно до надісланих вимог виплачені кошти у сукупному розмірі 980 мільйонів гривень. Під час викупу акцій кошти отримали 33 тисячі міноритарних акціонерів, що є своєрідним показником схвалення та визнання ними процедури squeeze-out [4].

Таким чином, є всі передумови для наукового дослідження процедур squeeze-out та sell-out. Всі вищеназвані фактори в сукупності зумовили виникнення наукового інтересу до проблем правового регулювання примусового викупу акцій.

Примусовий викуп акцій є новим інститутом у корпоративному праві України та знаходиться тільки на етапі свого становлення. Відповідно правова наука тільки формує своє концептуальне бачення правового регулювання цього інституту. Серед науковців, у працях яких розглядалась правове регулювання примусового викупу акцій, слід виділити таких вітчизняних вчених як Л. М. Белкін, О. В. Бігняк, Є. Даниленко, Л. М. Дорошенко, Ю. М. Жорнокуй, О. Р. Кібенко, О. В. Кологойда, О. О. Посикалюк, В. Стафійчук, В. М. Тертешник, В. Цікало, С. Юргелевич та інші. Правовому регулюванню примусового викупу акцій також присвячені наукові праці таких зарубіжних науковців як А. К. Байрамкулов, С. Будилін, І. Бурдулі, К. С. Забітов, Ф. Мілютіс.

**Мета магістерської роботию** полягає в розробці нових науково-теоретичних положень щодо примусового викупу акцій, а також у підготовці на їх основі пропозицій щодо вдосконалення діючого законодавства.

Для досягнення поставленої мети дослідження передбачено виконання **наступних завдань:**

- з'ясувати та розкрити сутність і значення примусового викупу акцій на основі аналізу законодавчих положень та наукових підходів;



- визначити та охарактеризувати коло суб'єктів, які беруть участь у примусовому викупі акцій;
- дослідити правову природу об'єкта примусового викупу акцій та встановити правові підстави примусового відчуження об'єкту;
- з'ясувати та систематизувати порядок здійснення обов'язкового продажу акцій на вимогу власника домінуючого контрольного пакету акцій;
- проаналізувати та встановити ефективність законодавчих гарантій захисту прав міноритарних акціонерів у процедурі обов'язкового продажу акцій;
- дослідити та охарактеризувати законодавче регулювання механізму визначення справедливої ціни продажу акцій;
- систематизувати та узагальнити особливості здійснення процедури примусового викупу акцій в Україні та зарубіжних країнах з метою врахування позитивного досвіду;
- запропонувати напрями вдосконалення вітчизняного механізму здійснення примусового викупу акцій, шляхи наближення його до зарубіжних моделей.

**Об'єктом магістерської роботи** є суспільні відносини, що виникають при здійсненні обов'язкового продажу акцій на вимогу власника домінуючого контрольного пакету акцій та обов'язкового придбання акцій на вимогу акціонерів.

**Предметом дослідження** є правове регулювання примусового викупу акцій.

**Методи дослідження.** Методологічну основу наукового дослідження становить низка загальнонаукових та спеціальних методів пізнання, зокрема: діалектичний, формально-логічний, логіко-юридичний, порівняльно-правовий, історико-правовий, структурно-функціональний, метод системного аналізу та ін. Так, під час роботи над дослідженням використані: історико-правовий метод - при дослідженні становлення та розвитку правового регулювання примусового викупу акцій у зарубіжних країнах та Україні; формально-логічний метод – при тлумаченні нормативно-правових України та зарубіжних країн, положень



Директиви 2004/25/ЄС та правових позицій, викладених у рішеннях судів вищої інстанції та ЄСПЛ, при виявленні недоліків чинного законодавства й обґрунтуванні напрямків його вдосконалення; метод системно-структурного аналізу - при визначенні місця примусового викупу акцій у системі корпоративних інститутів, при виокремленні законодавчих ознак примусового викупу акцій та юридично значимих дій у процедурі обов'язкового продажу акцій; системно-функціональний метод – при визначенні основних засад та значення правового регулювання примусового викупу акцій у корпоративному законодавстві України; при визначенні кола та характеристики суб'єктів, що беруть участь у примусовому викупі акцій; порівняльно-правовий метод – при здійсненні аналізу механізму обов'язкового продажу акцій в зарубіжних країнах та співставлення зарубіжного досвіду з вітчизняною практикою; використовувався для порівняння нормативно-правових актів України та законодавства країн ЄС, а також РФ та США у сфері регулювання примусового викупу акцій; формально-догматичний метод – для виділення найважливіших юридичних конструкцій, пов'язаних з примусовим викупом акцій та наданні їм правової характеристики; для аналізу змісту норм щодо правового регулювання примусового викупу акцій та виявлення прогалин у них; логіко-юридичний метод застосовано для обґрунтування напрямів удосконалення законодавства, що регулює примусовий викуп акцій.

**Результати дослідження (положення, що виносяться на захист):**

- виокремлено ознаки та встановлено значення примусового викупу акцій на основі дослідження законодавства та наукових підходів до розуміння поняття «примусового викупу акцій»;
- визначено та охарактеризовано коло суб'єктів, що беруть участь у примусовому викупі акцій;
- встановлено, що примусовий викуп акцій не є порушенням права на мирне володіння майном за умови забезпечення справедливої компенсації за викуплені акції та ефективного механізму захисту прав міноритарних акціонерів;

- розкрито правові засади та особливості здійснення процедури обов'язкового продажу акцій на вимогу власника домінуючого контрольного пакету акцій;
- з'ясовано сутність і ефективність законодавчих гарантій захисту прав міноритарних акціонерів;
- розкрито та охарактеризовано особливості механізму визначення справедливої ціни обов'язкового продажу акцій в Україні та зарубіжних країнах;
- обґрунтовано, що правове регулювання примусового викупу акцій в Україні цілому відповідає вимогам передбаченим у Директиві, поряд з цим встановлено, що передбачений законом механізм обов'язкового продажу акцій містить законодавчі прогалини в частині державного контролю та оцінки ринкової вартості акцій;
- запропоновано напрями вдосконалення вітчизняного механізму здійснення примусового викупу акцій.

**Теоретичне та практичне значення одержаних результатів** полягає у тому, що вперше визначені та систематизовані теоретичні висновки щодо примусового викупу акцій, які можуть використовуватись учасниками ринку цінних паперів, акціонерами, емітентами та державними службовцями при проведенні або оскарженні процедури примусового викупу акцій.

Основним результатом магістерської роботи є цілісна і всебічна характеристика примусового викупу акцій. Окремі положення й висновки, що містяться в роботі, можуть слугувати підґрунтям для подальших пошуків і наукових досліджень.

**Апробацією результатів дослідження** стала наукова стаття на тему «Визначення справедливої ціни обов'язкового продажу акцій» у фаховому виданні за спеціальністю «Юридичні науки» (категорія «Б») «Часопис Київського університету права».

**Структура магістерської роботи** обумовлена її метою та завданнями і включає вступ, два розділи (які разом містять 6 підрозділів), висновки, список використаних посилань та додатки.

## **РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНОТЕОРЕТИЧНІ ПОЛОЖЕННЯ ЩОДО ПРИМУСОВОГО ВИКУПУ АКЦІЙ**

### **1.1. Поняття, ознаки та сутність примусового викупу акцій**

Конфлікт між інтересами міноритарних та мажоритарних акціонерів – один з основних елементів, що становлять ядро проблем, досліджуваних теорією корпоративного права. Примусовий викуп акцій на вимогу акціонера є класичним прикладом такого протиставлення. Слід зазначити, що основна частина дискусій, яка традиційно ведеться навколо досліджуваного інституту як в юридичній літературі, так і під час обговорення політико-правових питань у вищих судах або при розгляді чергових законодавчих поправок, зводиться до економічної виправданості примусового викупу акцій, з чого вбачається доцільним розпочати дослідження примусового викупу акцій.

З переходом України до ринкової економіки дослідження сутності АТ набуло вагомого значення. Насамперед, це пов'язано з тим, що зі створенням АТ планувалось вирішити проблему роздержавлення економіки. Реорганізація державних підприємств в АТ стало основним способом приватизації, що призвело до поширеного використання цієї організаційно-правової форми. При цьому такий метод є виправданим, оскільки АТ є потужним каталізатором розвитку економіки, так як являється ефективним способом концентрації значного капіталу, необхідного для реалізації великих економічних проєктів. Ця організаційно-правова форма в змозі залучити інвестиції і акумулювати їх на довгостроковий період за допомогою продажу акцій. Саме через ринок акцій і інших цінних паперів, що випускаються акціонерними компаніями, відбувається оперативний перерозподіл капіталів між окремими підприємствами і галузями економіки. Однак перспективність цього елементу економіки вимагає не менш ефективного правового регулювання.

Проте після венчурної приватизації у 90-х роках в Україні виникла ситуація, коли звичайні робітники великих державних підприємств ставали їх



міноритарними акціонерами, але не приймали участі у діяльності компанії [5, с. 31-32]. Внаслідок цього значна кількість великих підприємств у формі АТ через велику кількість міноритаріїв серед акціонерів та постійні корпоративні конфлікти не змогла оперативно реагувати на зміни у ринку, що призводило до зменшення прибутку, а в деяких випадках - банкрутства.

Слід зазначити, що звичною практикою для АТ є те, що інтереси мажоритарного та міноритарного акціонерів відрізняються. Як правило, особи, що мають контрольний пакет акцій налаштовані на довгострокову перспективу розвитку товариства. Їх основний інтерес полягає в досягненні певних економічних результатів від діяльності товариства за допомогою прийняття ними необхідних стратегічних управлінських рішень. Якщо їм доведеться вибирати між виплатою дивідендів і капіталізацією прибутку, вони виберуть капіталізацію прибутку, оскільки це сприяє стратегічним планам розвитку АТ.

Натомість, інтереси міноритарного акціонера абсолютно протилежні. Їм важлива короткострокова перспектива - отримання гарантованого доходу від своєї участі в АТ (наприклад, у вигляді дивідендів або спекулятивного прибутку від перепродажу акцій на фондовому ринку). Тому їх основний інтерес в максимізації прибутку буде превалювати над довгостроковими інтересами як самого АТ, так і мажоритарних акціонерів.

Розходження в інтересах є однією з основних причин виникнення корпоративних конфліктів у середині АТ. Зрозуміло, що мажоритарний акціонер володіє значним обсягом прав ніж міноритарій, який дає їм можливість обирати напрямок розвитку товариства, однак, міноритарії теж далеко не безправні. Як показує практика, міноритарії не тільки зможуть реалізовувати свої права на отримання дивідендів, але часто можуть впливати на управління товариством, у тому числі негативно, паралізуючи діяльність цього підприємства або створюючи передумови для рейдерського захоплення.

Досить згадати ситуацію, що склалась із ПАТ «Універмаг Україна» у 2011 році, яку в засобах масової інформації охрестили «рейдерським захопленням». З усіх епізодів цього конфлікту особливу увагу слід звернути на неможливість



керівництва підприємства провести державну реєстрацію зміни керівника через численні позови міноритарного акціонера щодо неправомірності відповідного рішення загальних зборів акціонерів, незважаючи на те, що мажоритарний акціонер (іноземний інвестор, власник 92,09% акцій компанії) проголосував за зміну виконавчого органу. Господарський суд міста Києва задовольнив заяву міноритарного акціонера, власника однієї простої акції, про забезпечення позову шляхом заборони внесення змін про керівника до Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців відомостей передбачених у рішеннях, прийнятих загальними зборами акціонерів ПАТ «Універмаг «Україна», чим фактично позбавив управління юридичну особу. У результаті численних судових розглядів оспорювані зміни були внесені до ЄДР лише у лютому 2013 року [6, с. 26]. Тобто півтора роки суб'єкт господарювання фактично існував без менеджменту, що безперечно негативно вплинуло на його фінансовий стан.

При цьому у мажоритарного акціонера немає ефективних юридичних інструментів для недопущення ситуацій, аналогічних вищезазначених, що, в свою чергу, шкодить інвестиційному ринку в Україні. Натомість, міноритарний акціонер, володіючи лише однією акцією, може зупинити діяльність усього підприємства. Це твердження підтверджується судовою практикою. Так, Пленум Вищого господарського суду України у своїй постанові «Про деякі питання практики вирішення спорів, що виникають з корпоративних правовідносин» №4 від 25.02.2016 у п. 2.16. зазначив, що недостатність голосів акціонера для зміни результатів голосування з прийнятих загальними зборами учасників (акціонерів, членів) рішень позивачеві не може бути підставою для відмови у задоволенні вимог про визнання недійсними рішень загальних зборів [7].

Варто погодитись з К. Забітовим, який зазначає, що при надвисокій концентрації корпоративного контролю (понад 95%) інтереси контролюючих та міноритарних акціонерів входять в нерозв'язне протиріччя один з одним [8, с. 61]. Міноритарні акціонери формально володіють правами управління і

наполягають на їх дотриманні, хоча фактично втратили можливість впливати на рішення загальних зборів. Відсутність з тих чи інших причин попиту на акції цього товариства може зробити міноритарних акціонерів заручниками ситуації. Натомість АТ і домінуючий акціонер розглядають їх як обтяжливий тягар, що ускладнює управління компанією. Товариство змушене проводити процедури, пов'язані з розкриттям інформації та проведенням загальних зборів акціонерів, на рішення яких міноритарії впливати не можуть. Слід додати про так звані «мертві душі» - померлих акціонерів, спадкоємці яких не вступили в свої права, або акціонерів, які фактично втратили зв'язок з товариством. У багатьох компаніях їх число обчислюється десятками, в той час як вони володіють кількома акціями. Окрім того, не виключені випадки із корпоративним шантажем або рейдерством через міноритарного акціонера. Домінуючий акціонер потрапляє в залежність від міноритарних акціонерів при прийнятті стратегічних рішень, зокрема, при здійсненні інвестицій в компанію. З точки зору товариства домінуючого акціонера витрати, пов'язані із забезпеченням прав міноритаріїв, в тому числі, і «мертвих душ», є абсолютно невиправданими.

Таким чином, в умовах надвисокого корпоративного контролю виникають ситуації, коли, з однієї сторони, у великих АТ особи, що прагнуть здобути контроль над товариством за допомогою консолідації його акцій, практично немає ніяких шансів викупити усі акції навіть у разі пропозиції вигідної ціни (наприклад, у разі наявності «мертвих душ» серед акціонерів). З іншого боку, при зосередженні в руках одного акціонера контрольного пакета акцій, ліквідність таких акцій різко знижується, і міноритарним акціонерам практично неможливо розпродати свої акції за вигідною ціною на публічному ринку.

Слід зазначити, що вищезгадана проблема характерна для усіх АТ у будь-якій країні. При цьому, більшість зарубіжних країн зіткнулись з цими проблемами достатньо давно і встигли напрацювати певні правові засоби їх вирішення. Законодавці дійшли розуміння, що якщо існує механізм залучення інвесторів (going public), то необхідно також створити і зворотній йому механізм закриття компанії аж до одного акціонера, для чого законодавчо передбачили

процедури втрати товариством публічного статусу (going private) та витіснення міноритарних акціонерів, що залишилися (squeeze-out, freeze-out). Збереження міноритаріїв у компанії, де основний корпоративний власник налаштований на посилення централізації економічної влади, загрожує такій компанії підвищеними витратами (на розкриття інформації, на забезпечення доступу акціонерів до участі в управлінні бізнесом тощо), наявність яких не відповідає економічним відносинам, що склалися у результаті здійснення публічної пропозиції [9, с. 114].

Інститут примусового викупу акцій міноритарних акціонерів виник в США в середині 1920-х рр., коли штат Флорида ухвалив перший закон про поглинання, але широкого поширення набув в 1950-х рр., коли штат Делавер в 1960-х рр. прийняв Модельний кодекс про корпорації і закони про поглинання. Саме ці закони встановили основні засади механізму squeeze-out, які пізніше будуть запозичуватись по всьому світу [10, с. 223].

У Європі перші спроби гармонізації правового регулювання поглинань була зроблена на початку 1970-х рр., але в той час більшість країн-учасниць ЄС не проявило інтерес, і проект по гармонізації був відкладений на кілька років. Разом з цим, у Швеції були внесені поправки і доповнення в Закон про юридичних осіб, згідно з якими партнери, які володіють більше 90% голосів, отримали право на витіснення з товариства акціонерів, що знаходяться в меншості, шляхом обов'язкового продажу часток. Саме в Швеції це питання вперше на європейському континенті було оскаржено в судовому порядку. Скарга була також подана до Європейської комісії з прав людини. Однак, у задоволенні скарги Комісією було відмовлено [11, с. 17].

Наступні спроби встановлення загальноєвропейських правил поглинання також зазнали невдачі, лише у 2004 році для країн Євросоюзу були впроваджені принципи витіснення з товариства міноритарних акціонерів, які містились у Директиві 2004/25/ЄС Європейського парламенту і ради про пропозиції поглинання. Разом з цим, Директива 2004/25/ЄС встановлює лише загальні положення щодо умов примусового викупу, таких як строки і ціна. Деталізація



цих положень, відповідно до принципу субсидіарності, відбувається на рівні права держав-членів ЄС, які повинні забезпечити, щоб основні вимоги, передбачені цією Директивою, були дотримані, однак при цьому можуть встановлювати жорсткіші додаткові умови та положення, ніж ті, що містяться у цій Директиві [12, с. 94].

Як вбачається з положень Директиви 2004/25/ЄС сутність механізму squeeze-out (від англ. – «витіснення», «видавлювання»), яке закріплено в ст. 15 Директиви, полягає в передбаченому законодавством праві особи, яка здійснює домінуючий контроль над АТ, примусово викупити акції за справедливою ціною у акціонерів, що залишились в меншості [13]. Оскільки надвисока концентрація корпоративного контролю в АТ є ситуацією не вигідною також і для міноритарних акціонерів, вбачалось доцільним створення правового механізму протилежного squeeze-out. Таким механізмом став sell-out (від англ. – «продавати», «розпродаж»), який полягає в передбаченому законодавством праві міноритарного акціонера вимагати у мажоритарного акціонера придбати належні йому акції за справедливою ціною. При цьому вищевказані інструменти є взаємовиключними та тривалими процедурами, які передбачають кілька підходів до визначення вартості придбаних або проданих акцій, а також використання ескроу-рахунків (рахунки умовного зберігання) для розрахунків між сторонами.

У законодавство України інститут примусового викупу акцій запроваджений у 2017 році шляхом прийняття Закону № 1983-VIII, яким внесено зміни до Закон «Про АТ» шляхом доповнення останнього статтею 65-2 та ст. 65-3. Як вбачається з пояснювальної записки до Закону № 1983-VIII, метою прийняття цього закону є імплементація Директиви 2004/25/ЄС в рамках виконання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом [14]. В українському законодавстві процедура squeeze-out отримала назву обов'язкового продажу акцій акціонерами на вимогу особи (осіб, що діють спільно), яка є власником домінуючого контрольного пакета акцій, а sell-out – обов'язкового



придбання особою, яка є власником домінуючого контрольного пакета акцій АТ на вимогу акціонерів.

Як вчені, так і практики не обійшли законодавчі новели своєю увагою. У більшості вітчизняних публікацій аналіз нової процедури був зведений до обговорення справедливості самої законодавчої можливості витіснення акціонерів в контексті конфлікту між мажоритарними і міноритарними акціонерами товариства. Загальний дискурс даних досліджень визначається або підтримкою, або критикою введення даного інституту в українське корпоративне законодавство. Критики апелюють, як правило, до недоторканності права власності міноритаріїв на акції і відповідним конституційно-правовим приписам; в свою чергу прихильники витіснення аргументують економічною доцільністю процедури викупу.

У зв'язку з використанням різних інститутів примусового викупу акцій виникла дискусія у дослідженні його сутності. Проблематика дослідження примусового викупу акцій полягає в тому, що корпоративне законодавство не містить законодавчого визначення та не оперує поняттям «примусового викупу акцій». Окрім того, у законодавстві відсутнє узагальнююче поняття, яке б охоплювало squeeze-out та sell-out. Натомість поняття «примусового викупу акцій» поширено використовується серед науковців та практиків у якості згрупування у єдиний інститут обов'язкового продажу та придбання акцій міноритарного акціонера (процедури squeeze-out та sell-out). Окрім того, зустрічається використання таких конструкцій як «примусовий продаж акцій». Однак, на разі, не має єдиного підходу серед науковців щодо сутності цього інституту. Так, деякі автори визначають досліджуваний інститут як процедуру, інші – як механізм, проте найпоширенішим є використання обох понять в однаковому значенні.

При цьому примусовий викуп акції не можна розглядати окремо від інституту поглинання. Проте слід врахувати, що в українському законодавстві відсутнє будь-яке легальне визначення інституту поглинання. У зв'язку з цим в юридичній та економічній літературі підхід до сутності цього визначення

заснований на зарубіжних джерелах та нормах корпоративного законодавства, що регулює подібні процеси до того явища. В цілому під поглинанням розуміють - дії, спрямовані на отримання особою або групою осіб, що діють спільно (поглиначами), корпоративного контролю над суб'єктом господарювання у вигляді пакету акцій або частки у статутному капіталі, що забезпечує такий контроль через придбання контрольного пакету (контрольної частки), збільшення статутного капіталу, злиття, приєднання товариств або іншим чином [15, с. 60].

Важливість інституту поглинання у контексті дослідження правового регулювання примусового викупу акцій полягає в тому, що процедура squeeze-out є фінальною стадією поглинання. Це твердження обґрунтовується, тим що кінцевою метою будь-яких поглиначів є отримання повного контролю (100 відсотків акцій) над товариством. При цьому, поглинання здійснюється зазвичай будь-якими способами, в тому числі, купівлею акцій на фондових біржах або шляхом додаткової емісії. Після набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій процес поглинання зупиняється, оскільки, зазвичай у таких випадках, у структурі управління товариством залишаються лише акціонери, які не бажають продавати свої акції, що створює перешкоди для поглиначів у процесі поглинання. У такому випадку, з метою недопущення корпоративних конфліктів цілком логічним для законодавця є урегулювання такої ситуації шляхом запровадження правових механізмів завершення поглинання на максимально вигідних для міноритарія умовах. Саме таким правовим механізмом є процедура squeeze-out.

У контексті дослідження сутності примусового викупу акцій інтерес представляють ті правовідносини, які виникають в результаті здійснення права на примусовий викуп. Як було зазначено вище, під примусовим викупом акцій розуміється узагальнююче поняття обов'язкового продажу акцій на вимогу мажоритарного акціонера (squeeze-out) та обов'язкового придбання акцій на вимогу акціонерів (sell-out). Разом з тим, squeeze-out та sell-out є корпоративними правовідносинами, оскільки, складаються між акціонерами одного АТ та

пов'язані з управлінням господарською організацією. Корпоративні правовідносини, як і будь-які інші правовідносини, мають свою структуру, що включає суб'єктів, об'єкти, зміст, а також підстави виникнення таких відносин [16, с. 38]. Тому, у контексті дослідження вбачається доцільним виокремлення ознак примусового викупу акцій характерним як і механізму squeeze-out, так і sell-out.

Як вбачається з положень Закону «Про АТ» стороною процедури squeeze-out є заявник вимоги. У ч. 3 ст. 65-2 Закону «Про АТ», яка регулює процедуру squeeze-out вказано, що заявником вимоги є особа, яка стала власником домінуючого контрольного пакета акцій. Разом з цим, у п. 3-1 ч. 1 ст. 2 Закону «Про АТ» передбачено, що домінуючий контрольний пакет акцій це - пакет у розмірі 95 і більше відсотків простих акцій АТ [1]. У Директиві 2004/25/ЄС такий суб'єкт має назву оферент, оскільки Директива регулює також добровільну та обов'язкову пропозицію придбання акцій як обов'язкову передумову процедури squeeze-out. Натомість, у процедурі sell-out, яка регулюється ч. 1 ст. 65-3 Закону «Про АТ», право вимоги належить решті акціонерам, однак виникає таке право з моменту оприлюднення товариством на веб-сайті товариства та ЗІБД НКЦПФР повідомлення про набуття акціонером права власності на домінуючий контрольний пакет акцій. З чого слідує, що суб'єкти примусового викупу є спеціальними, оскільки, не кожен акціонер має право вимагати продати або купити акції у будь-якого іншого акціонера. Таке право з'являється лише в умовах надвисокої концентрації корпоративного контролю, тобто акціонер один або спільно з своїми афілійованими особами набув право власності на пакет акцій у розмірі більше 95 відсотків. Серед науковців та практиків такі суб'єкти мають назву мажоритарних акціонерів, при цьому решта акціонерів іменуються міноритарними акціонерами. Оскільки загальноприйняте використання поняття мажоритарного та міноритарного акціонера охоплює значну кількість осіб, у контексті нашого наукового дослідження під мажоритарним та міноритарним акціонером розуміються лише особи, що є власниками пакету акцій у розмірі 95 і більше та 5 і менше відсотків акцій відповідно. Таким чином, можна зробити



висновок, що примусовий викуп акцій може бути застосований винятково в умовах надвисокої концентрації корпоративного контролю, тобто коли 95 і більше відсотків простих акцій АТ належать одному акціонеру, його афілійованим особам або особам, що діють спільно.

Об'єктом корпоративних правовідносин слід визнати певні блага, з приводу яких суб'єкти вступають у такі правовідносини. Такі блага можуть бути як майнового, так і немайнового характеру [16, с. 36]. З самого поняття примусового викупу акцій слідує, що об'єктом досліджуваних правовідносин є право власності на акції. У примусовому викупі акцій право власності на акції переходить від міноритарного до мажоритарного акціонера. При цьому у процедурі squeeze-out згода міноритарного акціонера на відчуження його акцій є необов'язковою. Слід додати, що обов'язковою ознакою примусового викупу акцій є наявність справедливої компенсації за викуплені акції, з чого можна зробити висновок, що досліджувані правовідносини є оплатними.

Зміст будь-яких правовідносин становлять права та обов'язки їх суб'єктів. Так, у обов'язковому продажі акцій акціонерів на вимогу мажоритарного акціонера **право на обов'язковий продаж акцій** закріплено у абз. 1 ч. 4 ст. 65-2 Закону «Про АТ». З цієї норми слідує, що особа, яка є власником домінуючого контрольного пакета акцій, або будь-яка її афілійована особа, або уповноважена особа має право надіслати до товариства публічну безвідкличну вимогу про придбання акцій в усіх власників акцій товариства. У статті 15 Директиви 2004/25/ЄС таке право має назву «the right of squeeze-out», яке дослівно перекладається як «право на витискання» і полягає у спроможності оферента (мажоритарного акціонера) вимагати від усіх власників решти цінних паперів продати йому їй ці папери за справедливою ціною [13]. Разом з тим, у абз. 2 ч. 2 ст. 65-2 Закону «Про АТ» закріплено обов'язок міноритарного акціонера у безумовному порядку продати належні їм акції.

Окрім того до умов виникнення права squeeze-out слід віднести:



1) набуття акцій товариства особою (особами, що діють спільно), яка з урахуванням кількості акцій, які належать їй та її афілійованим особам, стала власником 95 і більше відсотків акцій, які дають право голосу;

2) набуття 95 і більше відсотків акцій, які дають право голосу, повинно бути підтверджено в передбаченому законом порядку (інформація про це повинна подаватися НКЦПФР та емітентові цінних паперів особою, яка веде облік права власності на акції емітента у депозитарній системі України, і у ЗІБД НКЦПФР;

3) якщо АТ розмістило більше, ніж один тип (клас) акцій, право squeeze-out застосовувалося тільки до типу (класу), у якому був досягнутий відповідний поріг [12, с. 98].

Натомість, у обов'язковому придбанні акцій на вимогу акціонерів **право на обов'язкове придбання акцій (the right of sell-out)**, яке закріплене у ч. 1 ст. 65-3 Закону «Про АТ», належить міноритарним акціонерам, яке кореспондується з обов'язком мажоритарного акціонера виконати цю вимогу. Виникає таке право за таких самих умов, що й право на обов'язковий продаж акцій. Слід зазначити, що такі вчені як С. Юргелевич [17, с. 13] та О. Кібенко [5, с. 35] зазначали, що право на обов'язковий продаж та право на обов'язкове придбання кореспондують одне одному. Однак варто погодитись з позицією В. Цікало, який вказує, що якщо власник домінуючого контрольного пакета акцій розпочав здійснювати своє право на обов'язковий продаж, тобто подав товариству публічну безвідкличну вимогу про примусовий продаж акцій, в інших акціонерів не виникає право на обов'язкове придбання, а в тих, у кого воно вже виникло, таке право припиняється [19, с. 53]. Тобто, такі права є взаємовиключними, оскільки, реалізація одного права унеможлиблює реалізацію іншого. Отже, з буквального тлумачення вищевказаних норм слідує, що зміст примусового викупу акцій становить право одного суб'єкта вимагати придбати або продати акції за справедливою ціною та обов'язок іншого суб'єкта задовольнити цю вимогу.

Слід додатково зазначити, що при реалізації права вимоги у squeeze-out та sell-out існують певні відмінності. Так, здійснення мажоритарним акціонером права на обов'язковий продаж акцій на відміну від обов'язкового придбання акцій обмежуються 90 днями із дня подання повідомлення до товариства про набуття права власності на домінуючий контрольний пакет або 2 роки з дня набрання чинності Законом № 1983-VIII для особи, яка станом на набрання чинності законом була власником домінуючого контрольного пакета акцій АТ. Здійснення права на обов'язковий продаж не залежить від будь-яких обмежень (обтяжень) акцій, навпаки, публічна безвідклична вимога про придбання акцій заявником має вищий пріоритет над усіма обмеженнями (обтяженнями). Право на обов'язковий викуп поширюється лише на акції, щодо яких не встановлене обмеження (обтяження) [18, с. 53].

Правовідносини, що виникають у процесі реалізації процедури примусового викупу акцій у міноритаріїв, що виражається у направленні вимоги про придбання або продажу, є односторонніми, оскільки для їх здійснення потрібно виявлення волі лише одного акціонера, натомість, бажання іншого акціонера на укладення такого правочину не враховується. Такий правочин породжує два правових наслідки: по-перше, це виникнення цивільних правовідносин між мажоритарним акціонером та міноритаріями щодо зобов'язання виплатити справедливую компенсацію за відчужені акції (правостворюючий ефект), по-друге, це припинення корпоративних прав міноритарного акціонера (правоприпиняючий ефект). Наявність різних правових наслідків вчинення даної угоди, як буде показано далі, має важливе значення при визначенні відповідного способу захисту міноритаріїв [19, с. 143].

Особливістю припинення корпоративних правовідносин в АТ є те, що в даному виді корпоративних підприємств не застосовується ні процедура виходу акціонера із товариства, ні процедура виключення акціонера. Ця особливість обумовлена специфікою організаційно-правової форми та правового режиму акцій, яка полягає в тому, що акції ПАТ знаходяться у вільному обороті на відміну від частки у ТОВ, яка обмежена переважним правом іншого учасника на

її купівлю. Тому, слід відмітити, певну схожість, що існує між правом мажоритарного акціонера на обов'язковий продаж та правом на виключення учасника у товаристві з обмеженою відповідальністю. Законом «Про ТОВ та ТДВ» встановлено, що учасники товариства мають право виключити іншого учасника шляхом прийняття відповідного рішення загальними зборами товариства у двох випадках: у разі прострочення внесення вкладу учасником до статутного капіталу (ст. 15) та у разі смерті учасника, якщо протягом року з моменту смерті його спадкоємці не подали заяву про вступ (ст. 23) [20]. Схожість між цими двома інститутами полягає в наступних рисах. По-перше, це право належить особам, що володіють корпоративними правами у одному товаристві. По-друге, у правових наслідках, оскільки у результаті виключення учасника та процедури squeeze-out корпоративні права міноритарних акціонерів або виключених учасників припиняються. Окрім того, до набрання чинності Закону «Про ТОВ та ТДВ», корпоративне законодавство передбачало більш розширений перелік випадків у яких учасника товариства може бути виключено та передбачалась виплата вартості майна учаснику, якого було виключено, що є своєрідним аналогом справедливої компенсації за акції. По-третє, доцільність виключення померлого учасника, спадкоємці якого не подали заяву про вступ до товариства, обумовлена тими ж самими мотивами, що й запровадження процедури squeeze-out – наявність «мертвих душ» у структурі управління шкодить господарському товариству.

Окрім того, варто відмітити схожість між процедурою sell-out та виходом учасника з ТОВ за власним бажання. Після подання заяви про вихід, товариство зобов'язане виплатити такому учаснику вартість його частки, виходячи з ринкової вартості сукупності всіх часток учасників товариства пропорційно до розміру частки такого учасника. У такому випадку виплата вартості акцій подібна до виплати справедливої вартості акцій, оскільки учасник отримує компенсацію за рахунок припинення своїх корпоративних прав. Головна відмінність полягає в тому, що таку компенсацію виплачує товариство, а не мажоритарний акціонер. Слід врахувати, що при виході учасника загальні збори



одночасно зобов'язані зменшити статутний капітал ТОВ до розміру, у якій відсутня частка учасника, що вийшов. Однак у більшості випадків загальні збори товариства залишають розмір статутного капіталу у такому самому вигляді шляхом внесення додаткових вкладів іншими учасниками. Тобто фактично витрати, які понесе товариство внаслідок виходу учасника, покриваються за рахунок інших акціонерів, що ще більше уподібнює право виходу з товариства до примусового викупу акцій.

## **1.2. Суб'єкти примусового викупу акцій**

Як зазначалось вище, суб'єктами примусового викупу акцій є мажоритарний акціонер та міноритарний акціонер. Однак вищезазначеними особами не обмежується все коло суб'єктів, що беруть участь у примусовому викупі акцій. Оскільки процедура squeeze-out та sell-out є багатостадійною процедурою, ефективність якої прямо залежить від належного контролю з боку держави, звичайною практикою для зарубіжних країн у правовому регулюванні примусового викупу акцій є залучення державних органів або третіх осіб для забезпечення дотримання законності, прозорості та відкритості. При цьому Директива 2004/25/ЄС надає повноваження державам самостійно визначати, які органи мають здійснюють контроль над примусовим викупом акцій. У зв'язку з цим, вбачається доцільним дослідити правовий статус та ролі усіх суб'єктів, що беруть участь у досліджуваних правовідносинах. Окрім того, у процедурі squeeze-out та sell-out вагому роль грають безпосередньо АТ, якому надані переважно допоміжні повноваження у процедурі squeeze-out, такі як отримання та оприлюднення повідомлень про набуття права власності на контролюючий, значний або домінуючий пакет акцій, публічних безвідкличних вимог міноритарного та мажоритарного акціонера, затвердження ринкової вартості акцій, проведення оцінки вартості акцій тощо.

Вбачається доцільним поділити усіх суб'єктів, що беруть участь у механізмі примусового викупу акцій на наступні групи: 1) основні суб'єкти, що



безпосередньо є сторонами примусового викупу акцій та наділені правом вимоги; 2) контролюючі суб'єкти – державні або судові органи, на які покладено обов'язок здійснювати контроль за примусовим викупом акцій; 3) допоміжні суб'єкти – юридичні та фізичні особи, які забезпечують ефективність механізму примусового викупу акцій та здійснюються посередництво між сторонами примусового викупу акцій.

Насамперед, слід приділити увагу **основним суб'єктам**, які безпосередньо можуть бути сторонами примусового викупу акцій – мажоритарному та міноритарному акціонеру.

**Власник домінуючого пакета акцій**, тобто **мажоритарний акціонер або мажоритарій** - це акціонер, що володіє контрольним пакетом акцій, такою кількістю цінних паперів, яка дозволяє йому здійснювати корпоративний контроль, тобто визначати економічну долю АТ, його стратегічний розвиток. Сама назва походить від слова *majorite*, що в перекладі з французької означає «більшість». Це слово стало основою терміну, який перейшов і в інші мови [21, с. 182].

При дослідженні мажоритарного та міноритарного акціонерів у примусовому викупі акцій слід враховувати ряд особливостей, властивих корпоративним правовідносинам. Так, визначення контрольного пакета акцій є багато в чому умовним і ситуативним, оскільки не існує твердо встановленого розміру пакета акцій, який дозволяв би його власнику контролювати діяльність компанії (за винятком 100 відсоткового пакету акцій). Розмір контрольного пакета залежить від ряду факторів, зокрема від кількості акціонерів, розмірів їх пакетів акцій, частки голосуючих акцій, від їх загальної кількості, що беруть участь на загальних зборах. Слід враховувати, що мають місце випадки, коли й один відсоток акцій є контрольним. У зв'язку з цим, кажучи про корпоративний контроль, необхідно мати на увазі не кількість акцій, а обсяг прав, що надаються акціями, що дають можливість визначати долю АТ.

Оскільки, орієнтиром у впровадженні механізму примусового викупу акцій для українського законодавця була Директива 2004/25/ЄС, вбачається

доцільним розглянути її положення та співставити з нормами діючого українського законодавства. Так, відповідно до ст. 15 Директиви 2004/25/ЄС оферент (особа, що направила добровільне або обов'язкове пропозицію) може зажадати від решти власників акцій продати в примусовому порядку належні їм акції за справедливою ціною:

1) у разі, якщо оферент володіє акціями, що складають не менше, ніж 90 відсотків капіталу, що дає право голосу та 90 відсотків голосів у компанії-адресата оферти, або

2) у разі, якщо, після прийняття пропозиції, оферент придбав або остаточно зобов'язався придбати цінні папери, що представляють не менше 90 відсотків капіталу адресата оферти, що забезпечує право голосу та 90 відсотків голосів, що були предметом оферти [13].

Як видно, вказана норма надає державам-членам ЄС можливість імплементувати в національне законодавство одним з двома можливих альтернативних варіантів виникнення права на примусовий викуп. Перший варіант поширений в континентальній Європі, в тому числі, Україні (continental rule), друга застосовується тільки у Великобританії і Ірландії (UK rule) [19, с. 142].

Слід відмітити, що відповідно до положень Директиви 2004/25/ЄС право на витіснення (squeeze-out right) надано оференту, під яким розуміється будь-яка фізична або юридична особа, що робить пропозицію про поглинання (takeover bid), керуючись державним або приватним правом, а право на викуп (sell-out right) надано решті акціонерів. Пов'язано це з тим, що Директива 2004/25/ЄС, окрім примусового викупу акцій, регулює інститут пропозиції поглинання (takeover bid), як обов'язкової передумови squeeze-out. У зв'язку з цим право на витіснення може бути надано лише оференту, тобто особі, яка попередньо надіслала пропозицію решті акціонерам [13]. Оскільки у національному законодавстві передбачена така сама вимога, вбачається, що оферентом і заявником вимоги має бути така сама вимога.

Як зазначалось вище Директива 2004/25/ЄС дає можливість державам-членам самостійно визначити межу володіння акціями у якій може бути здійснено примусовий викуп акцій, але за умови, що ця межа має становити не менш як 90 відсотків акцій у одного акціонера. Слід зазначити, що встановлення межі у 95 відсотковому розмірі акцій є найбільш поширеною практикою серед європейських країн. Так, 95-відсоткова межа для примусового викупу акцій передбачена у Болгарії, Італії, Німеччині, Румунії, Словаччині, Франції та Хорватії. Мінімальний поріг у розмірі 90 відсотків голосуючих акцій встановлений у Австрії, Великій Британії, Ірландії, Іспанії, Угорщині та Чехії [9, с. 114], натомість, у Туреччині та Швейцарії у розмірі 98 відсотків [22]. Тому, вбачається, що встановлення українському законодавстві межі у такому розмірі є компромісним варіантом, оскільки, акціонери, які власниками 5 і менше відсотків акцій мають настільки малий обсяг корпоративних прав, що їхній вплив на діяльність АТ є мінімальним. До аналогічної думки дійшов О. Посикалюк, який зазначив, що оптимальною межею граничної кількості акцій, необхідної для примусового викупу, є пакет акцій у розмірі 95 і більше відсотків [12, с. 98].

Важливість контрольної межі для примусового викупу акцій полягає в тому, що кількість належних акціонеру акцій визначає обсяг прав по відношенню до АТ, і відповідно, надає або, навпаки, не надає можливість акціонеру впливати на прийняття стратегічних управлінських рішень загальними зборами АТ (здійснювати корпоративний контроль). Тому цілком очевидним є твердження, що концентрація акцій у розмірі 95 відсотків в руках одного акціонера зменшує до мінімуму вплив інших акціонерів на діяльність товариства.

Окрім того, слід зазначити, що законодавець не встановлює обов'язкову вимогу про те, що домінуючий пакет акцій має належати на праві власності виключно одній особі. З положень ст. 65-2 Закону «Про АТ» слідує, що умовою проведення процедури squeeze-out може бути набуття права власності на домінуючий пакет акцій, в тому числі, афілійованими між собою особами. Так, відповідно до п. 1 ч. 1 ст. 2 Закону «Про АТ» афілійованими одна щодо іншої особами (далі - афілійовані особи) являються:



- юридичні особи, за умови, що одна з них здійснює контроль над іншою чи обидві перебувають під контролем третьої особи;

- члени сім'ї фізичної особи - чоловік (дружина), а також батьки (усиновителі), опікуни (піклувальники), брати, сестри, діти та їхні чоловіки (дружини);

- фізична особа та члени її сім'ї і юридична особа, якщо ця фізична особа та/або члени її сім'ї здійснюють контроль над юридичною особою [1];

Термін «афілійованість» позначає певні ступінь і форми залежності та контролю у взаємовідносинах господарюючих суб'єктів [23, с. 273]. Варто припустити, що при закріпленні норми про те, що процедура squeeze-out можлива також у випадках, коли домінуючий пакет акцій належить кільком афілійованим особам, законодавець керувався аксіомою, що афілійовані особи завжди діють спільно з особою, до якої вони афілійовані. В цілому, такий підхід є виправданим, оскільки, відсутність такої норми лише б створювала непотрібні перешкоди мажоритарному акціонеру у концентрації контролю, однак, не унеможлиблювала б його.

З тлумачення положень Закону «Про АТ» випливає, що у примусовому викупі акцій протилежною стороною до особи, яка володіє домінуючим пакетом акцій виступають решта акціонерів. При цьому, у процедурі sell-out такий акціонер, який являється заявником вимоги про придбання акцій, може й бути одним, на відміну від процедури squeeze-out, де у більшості випадків їх значна кількість людей. Такі суб'єкти мають назву **міноритарного акціонера або міноритарія** – особи, що є власником акцій товариства, однак, розмір якого не дає йому змогу реально впливати на управління компанією. Міноритарні акціонери мають незначну частку акцій, однак, серед їхніх прав є можливість отримати дивіденди і при цьому не понести значного збитку [21, с. 182].

Значна кількість науковців та практиків, серед яких О. Посикалюк [12, с. 96], Л. Белкін [24, с. 43] заявляють про те, що процедура squeeze-out, в першу чергу спрямована на задоволення інтересів мажоритарного акціонера. Таке твердження має право на існування, однак є суперечливим. В першу чергу, на що

звертають увагу переважна кількість вчених та практиків, те що мажоритарний акціонер отримує повний контроль над АТ за рахунок міноритарія. Однак, при такому тлумаченні норм примусового викупу акцій не враховується два аспекти. По-перше, мажоритарний акціонер також несе втрати у результаті виплати справедливої компенсації міноритарним акціонерам. При цьому розмір компенсації міноритарію встановлюються на основі об'єктивних економічних показників, таких як найвища ціна придбання акцій за останні 12 місяців, ринкова вартість акцій, середній біржовий курс тощо, що в свою унеможливорює зловживання з сторони мажоритарного акціонера. По-друге, надвисока концентрація корпоративного контролю також не вигідна для міноритарного акціонера.

З припиненням права власності на акції міноритарій втрачає свій статус акціонера, у зв'язку з цим, варто зупинитись на питанні корпоративних прав, які припиняються у результаті примусового викупу акцій. Проблематика даного питання полягає в тому, що права міноритарного акціонера у більшості випадків є декларативними, оскільки реальної можливості управляти товариством в нього немає, натомість, для власника домінуючого пакета акцій існування таких міноритарних акціонерів у товаристві є тягарем. У зв'язку з цим доцільно розглянути питання, які саме має корпоративні права міноритарний акціонер, який вплив на управління підприємством, дають ці корпоративні права і які витрати та ризики несе товариство у зв'язку з існуванням значної кількості міноритарних акціонерів у своїй структурі управління.

Критики процедури squeeze-out вказують на те, що навіть частку в один відсоток не можна вважати незначною. Так, на думку В. Кравчука, викуп акцій у міноритарних акціонерів на вимогу мажоритарного акціонера (або товариства) суперечить принципу рівності акціонерів, оскільки всі акціонери, незалежно від кількості належних їм акцій, мають право брати участь в управлінні товариством, і ці права є однаковими, як і для власника домінуючого пакета акцій, так і для міноритарного акціонера [25, с. 152–153]. Однак, у цьому питанні варто погодитись з твердженням О. Бігняка, який зазначає, що принцип рівних прав

акціонерів, який визначено в ст. 25 Закону «Про АТ» - одна проста акція товариства надає акціонеру один голос для вирішення кожного питання на загальних зборах, - не гарантує кожному акціонерові рівних можливостей [23, с. 248].

Варто звернути увагу на твердження Т. Жук, яка зазначає, в умовах надвисокої концентрації корпоративного контролю права міноритарного акціонера по суті обмежуються лише правом на отримання дивідендів та прав при виході із товариства або його ліквідації. Натомість, право участі в управлінні товариством, хоч і декларується, на практиці дуже рідко реалізовується. Отже, органи управління товариства – наглядовий та виконавчий – формуються без врахування інтересів міноритарних акціонерів. Спробою вирішити це проблемне питання є запровадження інституту кумулятивного голосування, при якому кількість голосів, що належать одному акціонеру, множить на кількість осіб, які повинні бути обрані до органу управління, після чого акціонер має право віддати свої голоси за одного кандидата або розподілити їх між декількома на власний розсуд. Завдяки запровадженню кумулятивного голосування у міноритарних акціонерів з'явилась змога мати своїх представників, зокрема у наглядовому органі товариства, а отже і опосередковано впливати на формування виконавчого органу товариства [26, с. 36]. Однак, внесення питань до порядку денного, висування кандидатів, хоча і є важливими правами управління, але в ситуації наявності очевидної переваги у одного акціонера, вони не можуть мати скільки-небудь помітного впливу на формування політики товариства. При цьому важливо пам'ятати, що акціонери також мають право на звернення до суду, яке принципово важливе для міноритарія, однак, як показує ситуація, що склалась з ПАТ «Універмаг Україна», таке право може бути використане не тільки як спосіб захисту інтересів своїх прав, але і як засіб тиску на мажоритарного акціонера.

Однак слід констатувати, що право міноритарних акціонерів на управління компанією кореспондується із обов'язками АТ забезпечити можливості реалізації цього права. У зв'язку з цим положеннями Закону «Про АТ» на АТ



покладаються витрати підтримки інфраструктури, пов'язаної зі скликанням загальних зборів (повідомленням, розкриттям інформації, виготовленням бюлетенів, оплатою приміщення, оргтехніки та інші витрати, пов'язані з проведенням зборів) або з реалізацією акціонерами своїх інших прав (на ознайомлення з інформацією, подання позовів проти товариства та його директорів). У випадку якщо міноритарних акціонерів у товаристві всього лише кілька осіб, безперечно такі витрати не є значними для підприємства, однак, якщо міноритаріїв кілька сотень, такі щорічні витрати є надмірними та економічно невиправданими. Слід звернути увагу на офіційні дані, що містяться у звіті НКЦПФР, де вказано, що станом на 31 грудня 2019 року було проведено 308 процедури squeeze-out, у яких було викуплено акцій 507 035 акціонерів [27, с. 33]. З цих даних слідує, що на одну процедуру squeeze-out, а отже, на одне АТ, акції яких було викуплено в межах процедури squeeze-out, у середньому припадає 1646 міноритарних акціонерів. При цьому слід відмітити, що стільки міноритарних акціонерів у кожному з АТ були власниками акцій у сукупному розмірі 5 і менше відсотків.

Єдине питання віднесене до компетенції загальних зборів АТ, де голос міноритарних акціонерів є вирішальним, так це при затвердженні правочинів із заінтересованістю за умови, що особою із заінтересованістю є мажоритарний акціонер. У таких випадках, відповідно до ч. 7 ст. 71 Закону «Про АТ», особи зацікавлені у вчиненні правочину не мають права голосу з такого питання, а рішення з цього питання приймається більшістю голосів незаінтересованих акціонерів [1].

Безумовно, окрім вищезазначених прав у міноритарного акціонера є майнові права, а саме: право на отримання дивідендів і на отримання ліквідаційної вартості акцій. Однак виплата дивідендів за простими акціями виплачується на підставі рішення загальних зборів АТ, який знаходиться під контролем мажоритарного акціонера. Натомість, ліквідаційна вартість акцій виплачується лише у випадку ліквідації АТ, що само по собою є крайнім заходом і при цьому також відбувається за рішенням загальних зборів.

У зв'язку з цим постає питання - в чому полягає необхідність власника домінуючого пакета акцій примусово скуповувати акції міноритарного акціонера, якщо останні реального впливу на АТ не мають. Умовно можна виділити дві групи причин.

Перша група - це витрати, пов'язані з наявністю в компанії декількох акціонерів, тобто витрати, що виникають поза волею міноритарія. Це витрати АТ на проведення загальних зборів акціонерів; на розсилку повідомлень про проведення загальних зборів акціонерів; на підготовку бюлетенів для загальних зборів акціонерів; на надання інформації, а також неможливість проведення повної інтеграції компанії в групу компаній мажоритарного акціонера. Як було встановлено вище кількість таких міноритарних акціонерів може становити більше тисячі осіб, з врахуванням обов'язковості проведення щорічних загальних зборів організаційні витрати на їх скликання та проведення можуть бути надмірними для АТ [28, с. 84].

Друга група - це ризики, пов'язані зі зловживанням міноритарієм своїми правами. Мова йде не тільки про можливість застосування різних форм корпоративного шантажу, а й про зловживання акціонером правом на судовий захист, часом без реальних для цього підстав. Близькою до другої групи проблем, яка відрізняється від них своїм пасивним характером, є проблема «фрірайдерства». Під «фрірайдерством» розуміється утримання від продажу акцій в очікуванні збільшення вартості завдяки більш ефективному управлінню корпорацією покупцем. Фрірайдер (free-rider, англ. «безбілетник») - це акціонер компанії, який утримується від продажу своїх акцій, покладаючись на те, що новий контролюючий акціонер буде управляти компанією більш ефективно, несучи на собі всі відповідні витрати по розвитку бізнесу. Інтерес у збереженні акцій у такого акціонера полягає в тому, щоб за рахунок вкладень контролюючого акціонера збільшити свій власний дохід, не беручи участь при цьому в витратах з управління компанією. У результаті фрірайдер у процентному співвідношенні на одну акцію отримує більший дохід, ніж контролюючий акціонер, який змушений вкладати кошти в розвиток компанії, отже, вигоди,

отримані в результаті закриття компанії, розподіляються несправедливо: економічно пасивний суб'єкт, образно кажучи, паразитує на тілі корпорації [19, с. 140].

Таким чином, можна зробити висновок, що з однієї сторони в умовах надвисокої концентрації корпоративного контролю права міноритарного акціонера є декларативними і у переважній більшості випадків їх реалізація ніяк не може покращити майновий стан акціонера або вплинути на діяльність товариства. З іншої сторони, існування надмірної кількості міноритарних акціонерів спричиняє необґрунтовані економічні витрати для АТ у вигляді організаційних видатків на скликання та проведення загальних зборів, розкриття інформації тощо. З цього слідує, що помилковим є твердження, що процедура squeeze-out є невиправданим позбавленням прав міноритарного акціонера. В умовах надвисокої концентрації корпоративного контролю основні суб'єкти примусового викупу акцій являються заручниками ситуації, оскільки для міноритарного акціонера право власності на акції не приносить ніякої економічної вигоди, а ліквідність таких акцій дуже низька, натомість, мажоритарний акціонер не може отримати повний контроль над товариством, що є перешкодою для стратегічного розвитку компанії.

Тому вбачається некоректним твердження про те, що механізм примусового викупу акцій спрямований виключно на задоволення інтересів мажоритарного акціонера. Оскільки ціна примусового викупу акцій залежить від об'єктивних економічних показників за певних умов розмір виплат міноритарним акціонерам може бути не вигідним для мажоритарія також, оскільки, в умовах надвисокої концентрації контролю останній не несе ніяких витрат, на відміну від примусового викупу акцій. Тому, в першу чергу, примусовий викуп акцій спрямований на задоволення інтересів АТ, оскільки, по суті, без ніяких економічних витрат товариство мінімізує ризики рейдерського захоплення та виникнення корпоративних конфліктів серед своїх акціонерів.

Слід відмітити твердження Т. Васильченко, яка зазначає, що міноритарний акціонер не є учасником процедури squeeze-out і лише має право отримати



публічну безвідкличну вимогу та звернутися до банку за отриманням коштів за свої акції [29]. Однак, з вищевказаним твердженням важко погодитись, оскільки, крім зазначених прав, міноритарний акціонер має право вимагати справедливої компенсації за продані акції та на судовий захист. При цьому право на отримання справедливої компенсації є основною відмінністю, що відрізняє примусовий викуп акцій від експропріації майна.

Іншою групою учасників примусового викупу акцій є **контролюючі суб'єкти**. Роль зазначених суб'єктів полягає в контролі за дотриманням мажоритарним та міноритарними акціонерами вимог закону щодо процедури squeeze-out і sell-out, недопущення порушень закону та притягнення відповідальності у разі їх вчинення. Слід зазначити, що існування таких органів передбачено у Директиві 2004/25/ЄС, де вказано, що держави-члени повинні призначити відповідальну особу або осіб, уповноважених здійснювати контроль над пропозиціями з метою дотримання норм, які вони встановлюють або вводять згідно з цією Директивою. Поряд з цим, вказано, що призначені відповідальні особи повинні бути органами державної влади, асоціаціями або приватними організаціями, визнаними національним законом, або державними організаціями, уповноваженими національним законом виконувати ці функції [13].

В Україні таким контролюючим суб'єктом є державний регулятор - Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України, правовий статус якої регулюється Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та Положенням, затвердженим Указом Президента від 23 листопада 2011 року № 1063/2011. Відповідно до пункту 32-1 ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» НКЦПФР має право здійснювати контроль за виконанням учасниками ринку вимог, встановлених Законом «Про АТ», щодо обов'язкового продажу акцій акціонерами на вимогу особи, що є власником домінуючого контрольного пакета акцій та обов'язкового придбання акцій особою, що є власником домінуючого контрольного пакета акцій на вимогу акціонерів [30]. Слід відмітити, що на

цьому законодавчі згадки про контрольні повноваження НКЦПФР у процедурі squeeze-out та sell-out закінчується.

Останньою групою суб'єктів, що беруть участь у примусовому викупі акцій є **допоміжні суб'єкти**. У переважній більшості такі суб'єкти являються фізичними та юридичними особами, завдання яких полягає у забезпеченні баланс інтересів між акціонерами та належного функціонування механізму примусового викупу акцій. Слід зазначити, що повноваження допоміжних суб'єктів можуть бути різні, серед яких визначення справедливої ціни акцій, затвердження ринкової вартості акцій, налагодження комунікації між міноритарним та мажоритарним акціонером, оприлюднення інформації про примусовий викуп акцій тощо. З аналізу положень ст. 65-2 та ст. 65-3 Закону «Про АТ» слідує, що такими суб'єктами є АТ в особі наглядової ради, суб'єкти оціночної діяльності та Центральний депозитарій [1].

Одним з центральних суб'єктів, що беруть участь у примусовому викупі акцій, однак, не є безпосередньою стороною примусового викупу акцій, є саме АТ. Важливість цього суб'єкту, полягає в тому, що таке товариство є емітентом цінних з приводу права власності на які виникають відносини примусового викупу акцій.

Слід враховувати, що відповідно до статті 92 ЦК України юридична особа набуває цивільних прав та обов'язків і здійснює їх через свої органи, які діють відповідно до установчих документів та закону [31]. В АТ такими органами є загальні збори, виконавчий орган та наглядова рада. Особливої уваги, варто приділити останній. Відповідно до ч. 1 ст. 51 наглядова рада АТ є колегіальним органом, що здійснює захист прав акціонерів товариства і в межах компетенції, визначеної статутом та Закон «Про АТ», здійснює управління АТ, а також контролює та регулює діяльність виконавчого органу [1]. Також цим законом передбачено, що створення наглядової ради у публічних та приватних АТ з кількістю до 10 акціонерів є обов'язковим.

Саме наглядовій раді АТ надана визначальна роль у забезпеченні механізму корпоративного управління щодо дотримання прав акціонерів,

контролю діяльності правління, інформаційної політики та збалансування інтересів інших корпоративних учасників. У зв'язку з цим, українським законодавцем були надані широкі повноваження наглядової ради у визначення ціни примусового викупу акцій. Так, з положень Закон «Про АТ» випливає, що повноваженнями наглядової ради є:

2. у процедурі squeeze-out - прийняття рішення про залучення суб'єкта оціночної діяльності для проведення оцінки та затвердження ринкової вартості акцій АТ;
3. у процедурі sell-out – затвердження ціни обов'язкового придбання акцій.

Окрім того, безпосередніми обов'язками АТ у механізмі примусовому викупі акцій є:

1. оприлюднення повідомлення про набуття права власності на домінуючий пакет акцій на своєму веб-сайті та у ЗІБД НКЦПФР;
2. оприлюднення публічної безвідкличної вимоги на своєму веб-сайті та у ЗІБД НКЦПФР;
3. надсилення засвідченої публічної безвідкличної вимоги НКЦПФР та Центральному депозитарію та кожному акціонер, акції якого придбаваються. Останнім також надсилаються реквізити банківської установи, в якій відкрито рахунок умовного зберігання (ескроу), та реквізити такого рахунка;
4. та інші.

На підставі вищевикладеного можна зробити висновок, що обов'язки АТ у примусовому викупі акцій полягають у залученні незалежного оцінювача та затвердження ціни придбання акцій, забезпеченні комунікації та обміну інформації між акціонерами, НКЦПФР та Центральним депозитарієм.

Слід додатково відмітити, що до допоміжних суб'єктів також варто віднести Центральний депозитарій, під яким розуміється Національний депозитарій України. Саме НДУ веде депозитарний облік емісійних цінних паперів, в тому числі, акцій акціонерних товариств, що можуть бути викуплені у



процедурі squeeze-out та sell-out. З аналізу норм Закону «Про АТ» слідує, повноваженнями НДУ у примусовому викупі акцій є:

- встановлення обмеження на здійснення операцій у системі депозитарного обліку з акціями товариства;
- надання депозитарним установам, на рахунках яких обліковуються акції цього товариства, копію публічної безвідкличної вимоги разом із засвідченою копією договору, укладеного між заявником вимоги та банківською установою, в якій відкрито рахунок умовного зберігання (ескроу);
- розміщення публічної безвідкличної вимоги на своєму веб-сайті;
- складання переліку акціонерів товариства та надсилення його товариству;
- здійснення зняття обмеження на акції, що викупуваються та забезпечення переводу депозитарними установами прав на відповідні акції з рахунків їхніх власників на рахунок заявника вимоги [1].

Оскільки підтвердженням прав на акції, як цінних паперів, що існують в бездокументарній формі, та прав за акціями, а також обмежень прав на акції у певний момент часу є обліковий запис на рахунку в цінних паперах депонента в депозитарній установі. Важливість НДУ у контексті дослідження примусового викупу акцій полягає в тому, що Центральний депозитарій забезпечує переведення права власності на акції від власника акцій до мажоритарного акціонера.

### **1.3. Об'єкт примусового викупу акцій**

Як зазначалось вище, об'єктом примусового викупу акцій є право власності міноритарного акціонера на акції. Згідно зі ст. 20 Закону «Про АТ» усі акції товариства є іменними та існують виключно в бездокументарній формі [1]. Відповідно до ч. 1 ст. 6 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» акція за своєю цивільно-правовою природою - це іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються АТ [32].

Слід зазначити, що норми Закону «Про АТ» передбачають, що у процедурах squeeze-out та sell-out можуть бути примусово викуплені акції як публічних, так і приватних АТ. При цьому Директива 2005/25/ЄС не встановлює ніяких обмежень щодо форми компаній, однак, досвід зарубіжних країн свідчить про те, що законодавці передбачають у можливість проведення примусового викупу акцій у всіх АТ. Виключенням є Польща, де така процедура може бути застосований лише у приватних АТ [9, с. 119].

Разом з тим, законодавцем передбачено, що при створенні приватного АТ, а також рішення загальних зборів, прийнятим більш як 95 відсотками голосів акціонерів від їх загальної кількості може бути передбачено, що примусовий викуп акцій не застосовуються у цьому товаристві або застосовується з винятками або особливостями, що мають бути визначені статутом.

Одним з центральних питань, що постають у процесі дослідження об'єкту обов'язкового продажу акцій є відповідність принципу непорушності права власності. Основна проблематика цього питання полягає в тому, що у процесі процедури відчуження майна без згоди власника є порушенням основних прав і свобод людини. Гарантії непорушності права власності як одного з основних прав людини закріплені у ст. 17 Загальної декларації прав людини та ст. 1 Протоколу №1 до Конвенції про захист прав та основоположних свобод (далі - Протокол №1 до Конвенції) та ст. 41 Конституції України. Окрім того, у ст. 41 Конституції України встановлено, що ніхто не може бути протиправно позбавлений права власності, а право приватної власності є непорушним. Примусове відчуження об'єктів права приватної власності може бути застосоване лише як виняток з мотивів суспільної необхідності, на підставі і в порядку, встановлених законом, та за умови попереднього і повного відшкодування їх вартості [33].

Слід відмітити, що українському законодавству відомі випадки, коли власник може бути позбавлений права власності з підстави незначного розміру його майна. Так, відповідно до ч. 1 ст. 365 ЦК України, право особи на частку у спільному майні може бути припинене за рішенням суду на підставі позову

інших співвласників, якщо така частка є незначною і не може бути виділена в натурі [31]. Проведення такої аналогії між цими двома інститутами, безумовно, є некоректним, однак, сама наявність такої норми вказує на допустимість позбавлення прав однієї особи в інтересах іншої.

Слід врахувати, що питання права власності на акції викликає дискусії серед вчених. Насамперед, пов'язано це з тим, що відповідно ст. 20 Закону «Про АТ» та ч. 3 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» акції є бездокументарними цінними паперами, а отже, обліковуються на рахунку власника у системі депозитарного обліку цінних паперів і не мають матеріального носія. При цьому, відповідно до ч. 1 ст. 177 ЦК України об'єктами цивільних прав є речі, у тому числі гроші та цінні папери, інше майно, майнові права, результати робіт, послуги, результати інтелектуальної, творчої діяльності, інформація, а також інші матеріальні і нематеріальні блага [31]. Тобто, простежується така логічна послідовність - право власності є правом особи на річ, в тому числі, на цінні папери, до яких відносяться акції, які існують виключно в бездокументарній формі та по своїй суті є записом на рахунку у системі депозитарного обліку.

Така логічна послідовність є суперечливою, оскільки, не зовсім відповідає положенням ч. 1 ст. 179 ЦК України, де вказано, що річчю є предмет матеріального світу [31]. Окрім того, слід зазначити, що у Розділі III Об'єкти цивільних прав Цивільного кодексу України норми, які регулюють правове регулювання цінних паперів виділені в окрему главу 14, а не віднесені безпосередньо до глави 13 «Речі. Майно». При цьому, глава 14 «Цінні папери» ЦК України не оперує таким поняттям, як право власності на цінні папери, більш того, у ст. 197 ЦК України безпосередньо використовується така юридична конструкція, як «права на цінний папір», а не «право власності на цінний папір». З чого слідує, що у розумінні Цивільного кодексу відносини права власності на річ та прав на цінні папери є відмінними категоріями.

Важливість цього питання у контексті дослідження примусового викупу акцій обумовлюється тим, що Конституція України безпосередньо захищає



право власності, однак при цьому не деталізуючи межі цього права. У зв'язку з тим, що обліковий запис немає матеріального носія, серед науковців виникає полеміка щодо можливості існування права власності на бездокументарні цінні папери. Так О. Виговський вважає «право власності на бездокументарні цінні папери є нонсенсом» і зазначає, що «бездокументарні цінні папери через відсутність базових речових елементів принципово не можуть бути віднесені до категорії рухомих речей без створення юридичної фікції, проте і не можуть вважатися звичайними об'єктами зобов'язального права [34, с. 96]. Однак, це твердження є суперечливим, оскільки, слід врахувати, що переведення акцій у бездокументарну форму обумовлено лише необхідністю обліку таких документів, при цьому, у первісних своїх формах акції були виключно у документарній формі. Акція у формі документа існувала для зручності користування в її обороті, а володіння нею підтверджувало право участі в товаристві. При цьому, слід врахувати, положення абз. 2 ч. 1 ст. 8 Закону «Про депозитарну систему України» документальним підтвердженням наявності на певний момент часу прав на цінні папери та прав за цінними паперами депонента є виписка з рахунка в цінних паперах депонента [35]. Тобто, бездокументарна форма цінних паперів є своєрідною юридичною фікцією, оскільки, права на бездокументарні цінні папери підтверджується інформацією з виписки з депозитарного рахунку, яка за своїм матеріальним носієм, однак, фактичне володіння таким носієм не обумовлює перехід прав на цінні папери.

Тому у даному питанні, варто погодитись з твердженням А. Смітюха, який зазначає, що акції, як і будь-які інші бездокументарні цінні папери, потрібно розуміти як *res incorporales* – «безтілесні речі», що об'єктивовані та існують у вигляді електронних записів на рахунках у цінних паперах [36, с. 86]. Таким чином, акції є об'єктом приватної власності, а отже, на них поширюються положення ст. 41 Конституції України. Разом з тим вбачається доцільним усунути суперечність, що існує між нормами Цивільного кодексу України, законів «Про АТ», «Про цінні папери та фондовий ринок» та «Про депозитарну систему України».

Однією з основних ознак примусового викупу акцій є те, що право власності на акції переходить від міноритарного акціонера до мажоритарного акціонера. При цьому у процедурі примусового викупу згода власника на відчуження належного йому майна не є обов'язковою. Очевидним є те, що припинення права власності на майно всупереч бажання власника незалежно від її доцільності та виправданості завжди тягне за собою виникнення конфлікту інтересів між новим та попереднім власником. Це твердження особливо актуальне щодо процедури squeeze-out, оскільки, саме у цій процедурі законодавець встановлює обов'язок міноритарного акціонера у безумовному порядку продати належні йому акції.

Саме з підстави невідповідності принципу непорушності права власності у липні 2019 року 47 народних депутатів звернулись до КСУ з поданням щодо відповідності Конституції України положень ст. 65-2 Закону «Про АТ». При цьому слід зазначити, що 17 із 47 народних депутатів, які підписали вказане конституційне подання, до цього у 2017 році проголосували за прийняття закону, яким запроваджено механізм примусового викупу акцій. У своєму поданні депутати зазначили, що метою процедури squeeze-out є задоволення майнових інтересів мажоритарного власника компанії, а отже цей механізм призначений для примусового позбавлення міноритарних акціонерів відповідних акцій. У подальшому обґрунтуванні народні депутати посилаються на порушення загальновизнаних норм, принципів міжнародного права та міжнародних договорів України, а в частині дискримінації за майновим станом, порушення права власності, відсутності суспільної необхідності у примусовому відчуженні майна [37].

КСУ відхилив подання народних депутатів з формальних підстав, відмовивши у відкритті провадження за конституційним поданням народних депутатів. Обґрунтування відмови ґрунтувалось на тому, що депутати не конкретизували, які саме норми необхідно перевірити на конституційність; в основному перераховували не докази неконституційності оспорюваних норм, а свої припущення, обмежившись цитуванням відповідних конституційних

приписів. Окрім того, КСУ підкреслив, що оскільки окремі положення закону вичерпали свою дію, вони не можуть розглядатися на відповідність Конституції України [2].

Проте на цьому питання про конституційність процедури squeeze-out не можна вважати закритим. Більш того ухвалою Касаційного господарського суду у складі ВС від 2 липня 2019 року справу 908/137/18 про визнання правочину щодо обов'язкового викупу акцій недійсним передано на розгляд Великої Палати ВС у зв'язку з наявністю виключної правової проблеми. Суть справи 908/137/18 полягає в тому, що ТОВ «ДТЕК ПАУЕР ТРЕЙД», який є власником домінуючого пакету акцій ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго», придбав решту акцій акціонерів ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» у порядку визначеному ст. 65-2 Закону «Про АТ». Внаслідок цього акціонери, у яких були викуплені акції, звернулись з позовом до ТОВ «ДТЕК ПАУЕР ТРЕЙД», про визнання недійсними правочинів щодо зобов'язання акціонерів ПАТ «ДТЕК Дніпроенерго» продати прості акції на вимогу ТОВ «ДТЕК ПАУЕР ТРЕЙД». Обґрунтування позовних вимог міноритарних акціонерів ґрунтується на невідповідності Конституції України та Конвенції про захист прав людини і основоположних свобод Закону № 1983-VIII в частині доповнення Закону «Про АТ» статтею 65-2. Скаржники вважають запроваджений механізм «squeeze-out» дискримінаційним відносно міноритарних акціонерів і таким, що не відповідає принципу верховенства права. Проте Велика палата ВС постійно переносить розгляд справи та на разі не прийняла рішення по справі, що обумовлює певний стан невизначеності щодо процедури squeeze-out [3].

Як зазначалось вище, критики процедури squeeze-out стверджують про те, що Закон № 1983-VIII не відповідає положенням ч. 4 ст. 41 Конституції України. Вбачається детальним розглянути в чому саме полягає така невідповідність. З аналізу ст. 41 Конституції України вбачається, що для примусового відчуження об'єктів права власності необхідно дотримання 1) законності, 2) попереднього і повного відшкодування вартості та 3) наявності суспільної необхідності.



В цілому можна зробити висновок, що перша та друга умова дотримана, оскільки примусовий викуп акцій був запроваджений шляхом прийняття закону, який однією з умов такого викупу передбачає обов'язкове та попереднє зарахування справедливої компенсації на рахунок умовного зберігання міноритарних акціонерів. Натомість, особлива увага вчених привертається питанню відповідності досліджуваного інституту суспільній необхідності. Ні Конституція України, ні КСУ не дають визначення, що слід розуміти під суспільною необхідністю. Єдине законодавче поняття суспільної необхідності міститься у Законі 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», де вказано, що під суспільною необхідністю слід розуміти обумовлену загальнодержавними інтересами або інтересами територіальної громади виключну необхідність, для забезпечення якої допускається примусове відчуження земельної ділянки, інших об'єктів нерухомого майна, що на ній розміщені, у встановленому законом порядку [38]. Однак вищезазначене визначення не може бути застосоване до корпоративних правовідносин.

Немає єдиного погляду серед вчених щодо відповідності примусового викупу акцій. Так, Л. Дорошенко зазначає, що запровадженням процедури squeeze-out держава забезпечує публічний інтерес, який полягає в тому, щоб не допустити існування в економіці АТ з невирішеним або потенційним корпоративним конфліктом у цілях забезпечення стабільності функціонування, розвитку та інвестиційної привабливості компаній [39, с. 81]. До схожої думки дійшов Ю. Жорнокуй, який вказує, що примусовий викуп акцій має суспільну мету у вигляді загальних для АТ благ, що полягають у забезпеченні балансу законних інтересів міноритарних та мажоритарних акціонерів, зменшенні адміністративних витрат товариства, попередженні неправомірного використання акцій міноритаріїв та створенні цивілізованих і законних механізмів витіснення міноритарних акціонерів з повною та справедливою компенсацією вартості їхніх акцій [40, с. 33].

Протилежну позицію займає Л. Белкін, який вказує, що метою примусового викупу є обумовлена виключно приватними інтересами, оскільки, процедура squeeze-out здійснюється не з мотивів суспільної необхідності, а з мотивів задоволення інтересів приватних компаній (акціонерних товариств) та їх власників (мажоритарних акціонерів), що, на думку вченого, не відповідає положенням Конституції України [24, с. 22]. Схоже твердження висловлює О. Кологойда та В. Стафійчук, які зазначають, що інтерес мажоритарного акціонера у зменшенні адміністративних витрат на проведення зборів акціонерів, мінімізації ризиків корпоративного шантажу з боку міноритарних акціонерів, позбавлення товариства «сплячих акціонерів» не є суспільною необхідністю, а порушення права приватної власності однієї особи (міноритарного акціонера) на користь іншої (мажоритарного акціонера) не має законної соціальної мети [41, с. 156].

Однак, не можемо погодитись з твердженнями Л. Белкіна, О. Кологойди та В. Стафійчука з наступних причин. По-перше, як зазначалось нами вище, процедура squeeze-out має на меті задоволення інтересів АТ, а не інтересів мажоритарного акціонера, оскільки ціна придбання акцій встановлюється в залежності від об'єктивних економічних показників, то за певних умов придбання таких акцій буде нести надмірні витрати для мажоритарного акціонера. По-друге, відповідно до твердження Л. Бігняка мета примусового викупу акцій є задоволення приватних інтересів. Однак, за логікою цього твердження, якщо наявність механізму squeeze-out у національному законодавстві слугує приватним інтересам АТ і мажоритарного акціонера, виходячи з протилежного, слід припустити, що відсутність такого механізму у законодавстві слугує приватним інтересам міноритаріїв. Як правило, приватні інтереси міноритарія спрямовані, в першу чергу, на задоволення власних майнових потреб шляхом отримання максимального доходу з фактичною відсутністю витрат. У такому випадку, виключно до компетенції держави в особі вищих органів влади належить визначити задоволення чийх приватних інтересів,

міноритарного чи мажоритарного акціонера, відповідає інтересам суспільства, що й зробила Верховна Рада прийнявши Закон №1983-VIII.

Також слід звернути увагу на положення ч. 3 ст. 13 Конституції, де вказано, що власність зобов'язує та не повинна використовуватись на шкоду людині і суспільства [33]. Тлумачення цієї конституційної норми міститься у рішенні КСУ від 11 травня 2005 року № 4-рп/2005, де вказано, що акції згідно з п. 1 ст. 13 Закону України «Про власність», який втратив чинність, є об'єктами права приватної власності, і відповідно до положень статті 41 Конституції України суб'єкт права власності на акції має право ними володіти, користуватися і розпоряджатися. Водночас зі змісту положень цієї статті та ст. 13 Конституції України вбачається, що право власності певною мірою може бути обмежено, оскільки використання власності не може завдавати шкоди правам, свободам та гідності громадян, інтересам суспільства. Тобто юридично забезпечена можливість здійснювати правомочності щодо володіння, користування і розпорядження власника належним йому майном не може виходити за рамки, встановлені правовими нормами, що регулюють відносини у сфері власності [42]. З вищевказаного положення можна зробити висновок, що право власності породжує не тільки речові права, а й певні обов'язки, які полягають в тому, що власність не може здійснюється в шкоду суспільства та людині.

Також слід додатково звернути увагу на обґрунтування відмови у задоволенні позовних вимог міноритарних акціонерів судів першої та апеляційної інстанції, які були викладені у судових рішеннях по справі 908/137/18. Так, у постанові Північного апеляційного господарського суду від 19.12.2018 у справі 908/137/18 зазначено, що встановлені у ст. 41 Конституції України йдеться мова про експропріацію (вилучення майна державою або громадою) і не поширює свою дію на приватні правовідносини, оскільки даній нормі суперечили б інші норми примусового відчуження майна (поділ успадкованого майна, поділ майна, нажитого в період шлюбу, арешт і продаж майна в процесі виконання судових рішень, позасудовий спосіб звернення стягнення на майно тощо). Тобто на думку апеляційного суду наведені



положення Конституції України не є застосовними до приватно-правових відносин, оскільки насамперед визначають недопустимість насильницької націоналізації чи реприватизації без відшкодування, обумовлюючи, що перехід власності з приватної до державної може відбуватись тільки відповідно до закону [43].

Оскільки, відсутні рішення КСУ та будь-які інші правові акти, які тлумачать ч. 5 ст. 41 Конституції України і встановлюють, що розуміється під поняттям «примусового відчуження об'єктів права власності» постанова апеляційного суду є суперечливою. Варто припустити, що така правова позиція апеляційного суду ґрунтується на основі рішення Європейської комісії з прав людини (далі – Комісія) у справі *Bramelid v. Sweden*, де Комісія дійшла до висновку, що *squeeze-out* не є експропріацією майна, оскільки експропріація передбачає вилучення майна на користь держави, натомість *squeeze-out* є приватноправовими відносинами. Проте разом з цим Комісія у цьому рішенні виклала застереження, у яких випадках *squeeze-out* є свавільним і порушує право на мирне володіння майном захищеним ст. 1 Протоколу № 1 до Конвенції [44, с. 78-79]. Оскільки Конвенція з захисту прав людини та основоположних свобод людини, протоколи до неї і рішення Європейського суду з прав людини (далі – ЄСПЛ) є частиною національного законодавства України та є обов'язковими до застосування судам, вбачається доцільним розглянути положення Конвенції та практику ЄСПЛ щодо співвідношення примусового викупу акцій з принципом непорушності права власності.

Стаття 1 Протоколу №1 до Конвенції передбачає наступне: «Кожна фізична або юридична особа має право мирно володіти своїм майном. Ніхто не може бути позбавлений своєї власності інакше як в інтересах суспільства і на умовах, передбачених законом і загальними принципами міжнародного права. Проте попередні положення жодним чином не обмежують право держави вводити в дію такі закони, які вона вважає за необхідне, щоб здійснювати контроль за користуванням майном відповідно до загальних інтересів або для забезпечення сплати податків чи інших борів або штрафів» [45].

Поняття «майна» відповідно до практики ЄСПЛ має автономне тлумачення і охоплює всі об'єкти - як матеріальні, так і нематеріальні, що мають економічну цінність. Акції в цьому сенсі, безперечно, є майном та потрапляють у сферу застосування цієї статті. У практиці застосування статті 1 Протоколу №1 ЄСПЛ напрацював систему «трьох правил», на які умовно поділяються положення даної статті. Перше речення ст. 1 Протоколу №1 являє собою «перше (загальне) правило», яке встановлює, що захист майнових прав і застосовується до тих випадків обмеження і позбавлення майна, які не охоплюються «другими» і «третьими» правилами. «Друге правило» виражено у другому реченні першого абзацу ст. 1 і відноситься виключно до випадків формальної або фактичної експропріації майна. «Третє правило», що міститься у другому абзаці цієї статті, наділяє державу правом контролювати використання майна в загальних інтересах. Як зазначив ЄСПЛ у справі «James and others v. the United Kingdom», згадані «правила» повинні розглядатися у взаємодії, бо «друге» і «третє» правило відносяться до окремих випадків втручання в мирне використання майна і тому повинні тлумачитися в світлі загального принципу, встановленого «першим правилом» [46, с. 71].

Як зазначалось вище, вперше проблема позбавлення міноритарних акціонерів їхніх акцій у результаті застосування процедури примусового викупу була розглянута попередницею ЄСПЛ - Європейською комісією з прав людини у 1982 році у справі «Bramelid and Malmström v. Sweden». У цій справі заявники - акціонери шведської компанії, які були витіснені мажоритарним акціонером, намагалися обґрунтувати що процедура squeeze-out порушує їхнє право на мирне володіння майном, оскільки компенсація, яку вони отримали, була значно меншою, ніж ринкова вартість акцій. Що стосується питання, яке з трьох правил ст. 1 Протоколу №1 до Конвенції мало бути застосовано, Комісія зазначила, що застосування закону, яким було викуплено міноритарних акціонерів не підпадає під друге правило («позбавлення майна»), як про це стверджували заявники. Комісія зауважила, що, хоч у ст. 1 Протоколу №1 до Конвенції не зазначається прямо про «експропріацію», її формулювання чітко вказує, що в другому правилі

йдеться саме про експропріацію, тобто дію, коли держава «накладає руки – або уповноважує третю особу накласти руки» на певне майно з метою, яка слугує публічному інтересу. Таке тлумачення було підтверджено підготовчими документами до ст. 1 Протоколу №1 до Конвенції. Комісія дійшла висновку, що оскаржуване законодавство є дечим зовсім іншим. Воно «стосується головним чином відносин між акціонерами» і «не має нічого спільного з поняттям публічного інтересу». Отже, друге речення не може бути застосоване [44, с.78-79].

Окрім того, Комісія посилаючись на різні приклади позбавлення фізичних осіб їх майнових прав в цілях задоволення інтересів інших фізичних осіб, дійшла до висновку, що у всіх державах-членах Конвенції існує законодавче регулювання, спрямоване на встановлення взаємовідносин між індивідами (включаючи юридичних осіб), що визначає вплив цих відносин на долю майна, в тому числі, зобов'язуючи одну фізичну особа поступитися своїм майном іншій. Висновок Комісії зводиться до того, що такого роду регулювання притаманне ліберальному суспільству і не може за своєю суттю розглядатися як таке, що порушує право на володіння мирним майном, якщо воно не порушує балансу інтересів. Окрім того, у цій справі, було зазначено: основна мета механізму примусового викупу акцій полягає в тому, щоб підтримувати ті інтереси, які у найбільшій мірі заслуговують захисту [46, с.72-73].

Варта уваги також позиція суду у справі «James and others v. the United Kingdom», де вказано, заволодіння майном, здійснене з метою впровадження соціальної, економічної чи іншої політики, яку передбачає закон, може відповідати «суспільним інтересам», навіть якщо суспільство в цілому безпосередньо не користується і не володіє цим майном (п. 45). Завдяки безпосередньому знанню суспільства та його потреб національні органи влади мають у принципі кращі, ніж міжнародний суд, можливості для оцінки того, що відповідає «суспільним інтересам». Отже, створена Конвенцією система захисту покладає саме на національні органи влади обов'язок початкової оцінки як існування проблеми суспільного значення, яка виправдовує як заходи



позбавлення права власності, так і проблеми необхідності заходів з усунення несправедливості. Це означає, що в цій сфері, як і в інших сферах, на які поширюються гарантії Конвенції, національні органи влади мають певну свободу розсуду [47].

Слід також відмітити правову позицію у справі «Freitag v. Germany», де суд визнав, що зобов'язання, яке накладається за певних обставин на міноритарних акціонерів передавати свої акції мажоритарним акціонерам, загалом не може розглядатися як таке, що суперечить статті 1 Протоколу № 1 до Конвенції, якщо закон не створює такої нерівності, що особа може бути свавільно позбавлена свого майна на користь іншої особи (п.53). Суд вирішив, що стаття 1 Протоколу 1 зобов'язує державу забезпечувати судові процедури, які надають необхідні процесуальні гарантії та, відповідно, дозволяють національним судам та трибуналам ефективно та справедливо вирішувати будь-які спори між приватними особами, що стосуються права власності (п.54) [48].

Таким чином, на основі аналізу вищезазначених рішень, можна узагальнити наступні висновки ЄСПЛ щодо процедури squeeze-out:

- обов'язковий продаж акцій не порушує право людини на мирне володіння майном, за умови дотримання балансу інтересів, а саме надання міноритарію справедливої компенсації та ефективних способів захисту;
- за своєю природою примусовий викуп акцій не є експропріацією майна, оскільки є приватно-правовими відносинам, натомість експропріація передбачає відчуження майна на користь держави;
- держава має право на власний розсуд регулювати приватно-правові відносини та самостійно визначати, що становить суспільний інтерес та які приватні інтереси потребують найбільшого захисту.

Окрему увагу слід приділити зарубіжному досвіду перевірки процедури squeeze-out на відповідність конституції. Так, питання конституційності процедури squeeze-out розглядалось органами конституційної юстиції у Німеччині, Польщі, Чехії, Хорватії, Грузії, Румунії, Португалії та Росії. Однак на відміну від розгляду цього питання в Україні, у вищезазначених країнах

конституційні суди розглянули справу по суті. При цьому, слід звернути увагу, що з усіх вищеперерахованих країн лише Конституційним судом Грузії процедура squeeze-out було визнано такою, що не відповідає конституції. Вбачається доцільним розглянути окремо взяті рішення конституційних судів зазначених країн.

У науковій літературі особлива увага приділяється рішенням Федерального конституційного суду Німеччини щодо конституційності «витіснення» міноритаріїв. Така увага обґрунтовується тим, що примусовий викуп акцій був предметом розгляду конституційний суд Німеччини чотири рази, і у всіх випадках, суд визнавав процедуру, такою що відповідає Основному закону Німеччини. Із вищевказаних рішень можна сформулювати наступні правові висновки:

1) відчуження акцій міноритарних акціонерів у механізмі примусового викупу акцій має відбуватись за умови суворого дотримання конституційних принципів: рівності перед законом, вільного розвитку особи, верховенства права та інших (Feldmühle, DAT/Atlanta, Moto Meter);

2) законодавство, яке регулює примусовий викуп акцій, саме по собі не є експропріацією майна у розумінні ст. 14 Основного закону Німеччини, оскільки, експропріація здійснюється від імені держави. Натомість, примусовий викуп акцій за своєю природою є правочином, що здійснюється між приватними особами (1 BvR 390/04);

3) акції міноритарних акціонерів мають бути відчуженні за умови повного відшкодування їх вартості (Moto Meter, 1 BvR 390/04);

4) законодавство, яке регулює примусовий викуп акцій, не має на меті дискримінувати міноритарних акціонерів на противагу мажоритарному (1 BvR 390/04);

5) гарантіями захисту прав міноритарного акціонера є (1 BvR 390/04): банківська гарантія виплати відшкодування за акції, що викупуваються; збільшення ціни викупу акції, якщо мажоритарний акціонер не виконав свого обов'язку вчасно; призначення експертів з оцінки вартості акцій судом;

передбачений законодавством засіб захисту – позов до суду, подання якого зупиняє внесення запису про зміну власника у реєстр. Оскарження лише ціни викупу акцій не призводить до зупинення внесення змін до реєстру [41, с. 159].

Аналогічна аргументація, щодо відсутності підстав для ототожнення примусового викупу акцій з експропріацією міститься у інших рішеннях органів конституційної юстиції, з врахуванням особливостей характерних певним правовим системам. Так, Конституційний трибунал Польщі, посилаючись на принцип більшості при прийнятті рішень у компанії, фактично ототожнив інтерес компанії з інтересом її мажоритарного акціонера, визнавши допустимим перевагу інтересу компанії над приватним інтересом міноритарія [49].

Натомість, Конституційний суд Австрії відмітив, що створення ефективної корпоративної структури управління акціонерними товариствами відповідає суспільним інтересам. Конституційний суд Хорватії постановив, що право акціонера володіти акціями – це не право власності, а скоріше право, набуте за рахунок капітальних вкладень, постановивши, що процедура squeeze-out жодним чином не впливає на права, набуті за рахунок капітальних вкладень, оскільки міноритарним акціонерам гарантується компенсація за передані ними акції [50, с. 95-96].

Як зазначалось вище, лише у Грузії за рішенням конституційного суду норма, яка регулювала процедуру squeeze-out була визнана неконституційною. Слід зазначити, що таке рішення було прийняте Конституційним судом Грузії через несправедливі критерії визначення ціни акцій, при цьому суд визнав, що процедура squeeze-out не порушує право власності акціонерів за умови встановлення гарантій захисту прав останніх. Через деякий час парламент Грузії переглянув порядок визначення справедливої ціни акцій і повторно запровадив механізм примусового викупу акцій. Новоприйняті норми були повторно оскаржені в Конституційному суді Грузії, однак, справа не дійшла до розгляду по суті, що послужило основою збереження даної норми в Законі Грузії про підприємців [49]. З цього слідує висновок, що процедура примусового викупу акцій по своїй суті не суперечить праву власності за умови надання



міноритарному акціонеру відповідних законодавчих гарантії захисту його прав та інтересів.

### **Висновки до розділу 1:**

Підсумовуючи розгляд загальнотеоретичних положень щодо примусового викупу акцій, можна зробити наступні узагальнені висновки та пропозиції:

1. Обґрунтовано, що доцільність та виправданість примусового викупу акцій полягає в мінімізації ризиків корпоративного рейдерства та шантажу, попередженні корпоративних конфліктів, можливості зменшення адміністративних витрат АТ на утримання «міноритарних акціонерів» шляхом завершення процесу концентрації акцій АТ в руках одного акціонера або кількох афілійованих між собою акціонерів на умовах максимально вигідних як для покупця, так і для міноритарних акціонерів.

2. Виокремлено ознаки примусового викупу акцій: 1) надвисока концентрація корпоративного контролю (один з акціонерів самостійно або спільно з афілійованими особами є власником пакету акцій у сукупному розмірі 95 відсотків і більше); 2) об'єктом примусового викупу акцій є право власності міноритарних акціонерів на акції; 3) зміст примусового викупу акцій складається з права вимоги одної сторони придбати або продати акції товариства та обов'язку іншої сторони задовольнити цю вимогу; 4) оплатність – відчуження акцій відбувається виключно за умови виплати справедливої компенсації; 5) правовими наслідками примусового викупу акцій є перехід права власності на акції від міноритарного акціонера до мажоритарія, припинення корпоративних прав міноритарних акціонерів, виникнення у міноритарного акціонера права власності на грошові кошти отримані у якості справедливої компенсації за відчужені акції.

3. Угруповано суб'єктів, які беруть участь у механізмі примусового викупу акцій шляхом виокремлення трьох груп учасників цих відносин, а саме: 1) основні - особи, які безпосередньо є сторонами примусового викупу акцій та мають право вимоги на обов'язковий продаж або придбання акцій (це власник

домінуючого пакету акцій та його афілійовані особи, з одної сторони, та решта акціонерів, з іншої сторони); 2) контролюючі - державні або судові органи, що безпосередньо здійснюють контроль за дотриманням законодавства у процедурі примусового викупу акцій (НКЦПФР); 3) допоміжні - фізичні або юридичні особи, які забезпечують належне функціонування механізму примусового викупу акцій (АТ в особі наглядової ради, суб'єкти оціночної діяльності та Центральний депозитарій).

4. Встановлено, що корпоративні права міноритарних акціонерів є декларативними, оскільки не дають реальної можливості впливати на прийняття рішень та брати участь у діяльності товариства, натомість, можуть бути інструментом для рейдерства та корпоративного шантажу. Обґрунтовано, що механізм примусового викупу акцій спрямований на задоволення інтересів акціонерного товариства, міноритарного та мажоритарного акціонера. Інтерес мажоритарного акціонера полягає в можливості отримати повний контроль над компанією, усунути ризики рейдерства, «фрірайдерства» та корпоративного шантажу з боку міноритаріїв. Для міноритаріїв – дає можливість продати акції за об'єктивною ціною. Для АТ – мінімізувати витрати на «утримання» міноритарного акціонера та попередження корпоративних конфліктів.

5. Встановлено, що об'єктом примусового викупу акцій є право власності на акції – бездокументарні цінні папери, які обліковуються на рахунках у депозитарних установах. Примусовий викуп акцій передбачає перехід права власності на акції від міноритарного акціонера до власника домінуючого контрольного пакету акцій. При цьому у обов'язковому продажі акцій на вимогу власника домінуючого контрольного пакету акцій згода власника акцій на таке відчуження не обов'язкова.

6. Визначено, що відповідно до практики ЄСПЛ примусовий викуп акцій на вимогу власника домінуючого контрольного пакета акцій не є порушенням права на мирне володіння майном, передбаченим у ст. 1 Протоколу №1 до Конвенції за умови справедливого відшкодування викуплених акцій та наявності ефективних способів захисту прав міноритарних акціонерів. Також встановлено,

що держава має право самостійно визначати захист яких інтересів відповідає суспільному інтересу. У випадку squeeze-out суспільний інтерес полягає у забезпеченні ефективного корпоративного структури управління в акціонерних товариствах.





## РОЗДІЛ 2. ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ ПРО ОБОВ'ЯЗКОВИЙ ПРОДАЖ АКЦІЙ АКЦІОНЕРІВ НА ВИМОГУ ВЛАСНИКА ДОМІНУЮЧОГО КОНТРОЛЬНОГО ПАКЕТУ АКЦІЙ

### 2.1. Порядок обов'язкового продажу акцій на вимогу власника домінуючого пакету акцій

Як зазначалось вище примусовий викуп акцій являється правовою процедурою, тобто врегульованим законом та іншими нормативно-правовими актами порядком, який складається з послідовних дій і спрямований на досягнення правового результату, у випадку процедури squeeze-out – набуття права власності на пакет акцій у розмірі 100 відсотків. У контексті дослідження вбачається доцільним розглянути послідовність та суть основних юридично значимих дій, що здійснюються у межах процедури squeeze out, з виокремленням у наступні етапи:

#### *1. Обов'язкова пропозиція про придбання акцій.*

Юридичні дії, що входять до цього етапу, безпосередньо не входять до процедури squeeze-out, однак їх реалізація прямо впливає на деякі аспекти здійснення досліджуваного інституту. Як зазначалось вище, процедура squeeze-out переважно розглядається вченими, як фінальна стадія поглинання або закриття компанії (going private) – концентрації 100 відсоткового пакету акцій у руках одної особи або осіб, що діють спільно. Слід врахувати, умовою виникнення права акціонера вимагати продати або придбати акції товариства, є набуття одним із акціонерів одноосібно або спільно з своїми афілійованими особами право власності на пакет акцій у розмірі 95 і більше відсотків акцій. Проте, на практиці це проблематично, оскільки, як відомо, акціонерна форма товариства спрямована на акумуляцію капіталу великої кількості осіб, тому акції більшості великих публічних компаній можуть бути поширені між тисячами, а то й кількома тисячами дрібних акціонерів. Так, середня кількість акціонерів в акціонерній компанії США близько 60 тис., а в найбільш великих – понад 4 млн.

осіб (у закритих акціонерних компаніях – до 300 осіб) [51, с. 160]. У ході дослідження не було виявлено офіційної інформації щодо середньої кількості акціонерів на одне товариство в Україні, однак, враховуючи, що більшість АТ були сформовані у результаті венчурної приватизації, внаслідок чого акціонерами стали працівники колишніх підприємств та з врахуванням наявності «мертвих душ» у структурі управління товариства, можна зробити висновок, що без належних правових механізмів такі обставини значно ускладнюють процес досягнення мажоритарним акціонером 95 відсоткової межі корпоративного контролю.

Очевидним є те, що набуття конкретною особою у процесі поглинання права власності на контрольний пакет акцій, незалежно від цілей, які ця особа переслідує, дає можливість покупцеві сконцентрувати в своїх руках економічну владу над АТ, що є підставою для перерозподілу корпоративного контролю. При цьому такий перерозподіл може нести певні економічні ризики для інших, пов'язані із зниженням ціни їхніх акцій, оскільки, чим більший обсяг корпоративного контролю буде зосереджуватись в руках одного акціонера, тим менше будуть значити акції іншого акціонера. При цьому необхідно розуміти, контроль над АТ може бути отриманий і без придбання всіх розміщених голосуючих акцій. Тому у зв'язку з набуттям права власності на певний обсяг пакету акцій, законодавцями встановлюється певні правові механізми, які спрямовані на захист прав міноритарних акціонерів.

Одним з таких правових механізмів є інститут обов'язкової пропозиції. Сутність обов'язкової пропозиції, відомої в Європейському Союзі як *mandatory bid offer* полягає в тому, що акціонер, який набув право власності на порогове значення пакету акцій, зобов'язаний надіслати безвідкличну пропозицію іншим акціонерам викупити у них належні їм акції за ціною передбаченою законом. Натомість акціонери, в свою чергу, мають право погодитись або відмовитися продати свої акції незалежно від мотивів такої відмови [12, с. 98].

Слід звернути увагу, що обов'язкова пропозиція існувала в українському законодавстві і до запровадження процедури примусового викупу акцій та була

передбачена у ст. 65 Законі України «Про АТ». Однак, Законі України № 1983-VIII суттєво змінив існуючу до цього процедуру обов'язкової пропозиції придбання мажоритарним акціонером акцій, які належать міноритарним акціонерам, для приватних АТ шляхом запровадження детальних правил визначення ціни придбання та встановлення відповідальності мажоритарного акціонера за недотримання цієї процедури. Новий закон також запровадив додаткову процедуру обов'язкової пропозиції придбання акцій для публічних АТ, яка за загальним правилом, застосовується у випадку, коли акціонер набуває щонайменше 75% простих акцій публічного АТ.

Правовому регулюванню обов'язкової пропозиції в Україні присвячені положення Закону «Про АТ», а саме ст. 65 – для приватних АТ, та ст. 65-1 – для публічних АТ. В цілому регулювання обов'язкової пропозиції для ПрАТ і ПАТ є подібними у процедурних правилах, за виключенням наступних особливостей:

1. обов'язок зробити пропозицію про придбання акцій виникає у акціонерів у акціонерів ПАТ, які набули право власності на контрольний (50 відсотків і більше) та значний контрольний пакет акцій (75 відсотків і більше), у акціонерів ПрАТ – лише у разі набуття права власності на контрольний пакет;
2. до інформації що міститься в оферті, яка надсилається акціонерам ПАТ ставляться додаткові вимоги, ніж у оферті для акціонерів ПрАТ;
3. наглядова рада або виконавчий орган ПАТ має затвердити та оприлюднити на веб-сайті документ, що міститиме висновок намірів оферента щодо подальшої діяльності товариства, зокрема основних напрямів його діяльності, включаючи плани щодо істотної зміни умов працевлаштування працівників та керівництва товариства [1].

З аналізу положень ст. 65 та 65-1 Закону «Про АТ» вбачається, що направлення обов'язкової пропозиції відбувається наступним чином:

1. Особа, протягом наступного дня після укладення договору за наслідками укладення якого вона одноособово або спільно з її афілійованими особами набуде право власності на контролюючий пакет акцій публічного або приватного АТ, або значного контролюючого пакету акцій ПАТ (далі –



оферент), зобов'язана подати до АТ та НКЦПФР повідомлення про укладення такого договору, яке товариство зобов'язане розмістити на веб-сайті товариства та у ЗІБД НКЦПФР.

2. Протягом одного дня з моменту набуття права власності на вищевикладені порогові значення пакету акцій, оферент в одноденний строк зобов'язаний подати до НКЦПФР та АТ інформацію про набуття нею такого пакета із зазначенням інформації про найвищу ціну за якою вона придбавала акції цього товариства протягом 12 місяців до дати набуття такого пакету включно, яке товариство зобов'язане оприлюднити. З моменту отримання такої інформації наглядова рада АТ протягом 25 днів зобов'язана затвердити ринкову вартість акцій та повідомити її оференту.

3. Протягом двох днів з моменту отримання інформації про ціну придбання акцій оферент зобов'язаний запропонувати всім акціонерам придбати у них акції товариства шляхом надсилання до товариства публічної безвідкличної пропозиції (далі – оферти) на ім'я наглядової ради або виконавчого органу АТ та НКЦПФР. Наглядова рада зобов'язана оприлюднити таку оферту та надіслати їй кожному власнику простих акцій товариства.

4. Протягом строку визначеного в оферті (від 10 до 50 робочих днів) акціонери мають право прийняти пропозицію придбати їхні акції на умовах визначених в оферті шляхом повідомленням про це контролюючого акціонера.

5. Протягом 30 днів з моменту закінчення строку зазначеного в оферті контролюючий акціонер має сплатити акціонеру, який прийняв пропозицію, вартість їхніх акцій, виходячи із зазначеної в оферті ціні, а акціонер, який прийняв оферту, має вчинити усі дії, необхідні для набуття оферентом права власності на його акції. Розрахунки та набуття права власності на акції мають здійснитись протягом одного робочого дня [1].

Правове регулювання обов'язкової пропозиції передбачено також у положеннях ст. 5 Директиви 2004/25/ЄС, де вказано, що якщо фізична або юридична особа у результаті власного придбання або придбання особами, які при додаванні до будь-яких існуючих активів його/її цінних паперів прямо чи

опосередковано забезпечують їм передбачений відсоток голосів у цій компанії, надаючи контроль над цією компанією, країни-члени повинні забезпечити, щоб від такої особи вимагалось висування пропозиції задля захисту міноритарних акціонерів цієї компанії. Така пропозиція повинна бути направлена за першою вимогою усім власникам таких цінних паперів для всіх їхніх активів за справедливою ціною [13]. З аналізу цієї статті вбачається, що на держав-членів ЄС покладається зобов'язання запровадити обов'язкову пропозицію викупу акцій у разі отримання контролю акціонером, що було виконано Україною.

Слід зазначити, що обов'язкова пропозиція у всіх правових системах обумовлена таким юридичним фактом, як отримання контролю (перетин встановленого законом порогу володіння акціями компанії). Зміна контролю являє собою інвестиційний ризик, який згідно з концепцією обов'язкової пропозиції, акціонери не повинні брати на себе. Тому обов'язкова пропозиція є своєрідним засобом захисту, який надається законодавцем слабкій стороні у таких випадках. Цей механізм носить превентивний характер, так як запобігає наступ потенційних несприятливих наслідків, які можуть бути викликані правомірними і неправомірними діями нового контролюючого акціонера. Якщо наростання прав корпоративного контролю з боку особи, яка придбала великий пакет акцій, не відповідає економічним інтересам міноритарних акціонерів, вони мають можливість покинути компанію і повернути свої інвестиції за допомогою акцепту публічної оферти.

Значення обов'язкової пропозиції у контексті дослідження примусового викупу акцій полягає в тому, що не надсилання обов'язкової пропозиції прямо впливає на право оферента у разі набуття права власності на домінуючий пакет акцій придбати акції акціонерів у примусовому порядку. Так, відповідно до абз. 4 ч. 4 ст. 65-2 Закону «Про АТ» заявник вимоги може подати до товариства публічну безвідкличну вимогу тільки після виконання нею дій, передбачених статтею 65 або 65-1 Закону «Про АТ». Виходячи з протилежного, слідує, що у разі не здійснення усіх дій, передбачених ст. 65 та ст. 65-1, а саме: надсилання повідомлення про набуття права власності на контрольний та значний

контрольний пакет акцій, надсилання пропозиції про викуп акцій, виплаті вартості акцій у разі прийняття пропозиції, то власник домінуючого контрольного пакета акцій не може подати публічну безвідкличну вимогу, а отже, реалізувати своє право на обов'язковий продаж йому акцій. Отже, цілком логічним є висновок, що у разі подання такої вимоги власником домінуючого пакету акцій, у товариства не виникають обов'язки, які передбачені ст. 65-2, оскільки, така публічна безвідклична вимога не має юридичної сили. Однак, такий висновок не узгоджується з положеннями ч. 6-7 ст. 65-2 Закону «Про АТ», де вказано, що у разі недотримання обов'язків передбачених ст. 65 та ст. 65-1 Закону «Про АТ» домінуючий власник зобов'язаний сплатити подвійну ціну від тієї, що був зобов'язаний сплатити за звичайних умов. Тобто, вбачається, що законодавча вимога щодо обов'язковості надсилання акціонерам пропозиції про придбання їхніх акцій не є безумовною, оскільки, законодавцем допускається виникнення таких ситуацій, коли обов'язкова пропозиція не була надіслана, але безпосередньо процедура squeeze-out здійснюються.

Варто припустити, що запровадженням ч. 6-7 ст. 65-2 Закону «Про АТ» законодавець хотів передбачити відповідальність для мажоритарного акціонера за недотримання вимог абз. 4 ч. 4 ст. 65-2 шляхом покладення на останнього додаткових майнових втрат. Тобто, з цього слідує висновок, що якщо особа набула право власності на домінуючий контрольний пакет акцій вона може або здійснити усі дії передбачені ст. 65 та ст. 65-1 Закону «Про АТ» або подати до товариства публічну безвідкличну вимогу і у подальшому понести додаткові витрати на виплату подвійної вартості ціни акцій. При цьому, товариство, незалежно від того чи надіслав заявник вимоги обов'язкову пропозицію акціонерам чи ні, зобов'язане прийняти таку вимогу та виконати свої подальші обов'язки, що передбачені законом. Однак, така нелогічна побудова правила, коли диспозиція знаходиться в одній частині статті, а санкції – в іншій, може спричинити проблеми у правозастосуванні та реалізації цих норм.

*2. Повідомлення про набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій та затвердження ринкової вартості акцій*



Безпосередньо правове регулювання примусового викупу акцій розпочинається з моменту набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій. Так, ч. 1 ст. 65-2 Закону «Про АТ» встановлено, що мажоритарний акціонер протягом наступного дня після набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій зобов'язаний подати до НКЦПФР та товариства повідомлення про набуття права власності на такий пакет акцій. З ч. 2 ст. 65-2 Закону «Про АТ» вбачається, що таке повідомлення подається в обсязі і за формою, затвердженою рішенням НКЦПФР від 05.09.2017 № 662 «Про інформацію, що міститься в повідомленні про набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій та публічній безвідкличній вимозі» (далі – рішення НКЦПФР № 662).

Не пізніше наступного дня після отримання такого повідомлення товариство зобов'язане розмістити його на власному веб-сайті та ЗІБД НКЦПФР або через особу, яка провадить діяльність з оприлюднення регульованої інформації від імені учасників фондового ринку. Протягом 25 робочих днів з моменту отримання такого повідомлення наглядова рада або загальні збори АТ, якщо створення наглядової ради не передбачено статутом товариством, зобов'язана прийняти рішення про залучення суб'єкта оціночної діяльності, затвердити ринкову вартість акцій та повідомити її власнику домінуючого контрольного пакету акцій.

Поряд з цим О. Бігняк зазначає, що строк у 25 днів для погодження ціни обов'язкового продажу акцій є занадто довгим, враховуючи, що ціна є визначеною і мова йде про погодження, такі ускладнення процедурного характеру є негативним фактором. Також вчений пропонує закріпити право міноритаріїв на рецензування звіту щодо ринкової вартості акцій товариства у разі незгоди з визначенням справедливої ціни [23, с. 226-227]. Однак вченим не деталізується, в чому саме буде полягати право міноритарія не рецензування звіту щодо ринкової вартості акцій і які наслідки таке рецензування може нести. Слід додати, що строк 25 днів наданий не тільки для погодження ціни, а й для прийняття рішення про залучення суб'єкта оціночної діяльності та проведення

оцінки вартості акцій, тому зауваження про занадто великий строк є не обґрунтованим.

### *3. Подання безвідкличної публічної вимоги*

З моменту оприлюднення такого повідомлення товариством у власника домінуючого контрольного пакета акцій виникає право на обов'язковий продаж акцій, а у решти акціонерів - право на обов'язкове придбання акцій. Для реалізації такого права мажоритарний акціонер протягом 90 днів має надіслати до товариства публічну безвідкличну вимогу про придбання акцій в усіх власників акцій товариства (далі - публічна безвідклична вимога). При цьому до дати надсилення публічної безвідкличної вимоги заявник має відкрити у банківській установі рахунок умовного зберігання.

Серед науковців щодо питання правової природи публічної безвідкличної вимоги найпоширеніше розуміння такої вимоги, як одностороннього правочину. Однак, слід зазначити, що у більш ранніх працях О. Кологойда та В. Стафійчук висловили суперечливе твердження, що публічна безвідклична вимога є актом ненормативним правовим актом індивідуальної дії, що має встановлену форму, визначає умови примусового продажу акцій міноритарними акціонерами, яким вона адресована, на користь заявника вимоги – особи (групи осіб, що діють спільно), яка набула право власності на домінуючий контрольний пакет акцій товариства, і тому, на думку вчених, за правовою природою нагадує акт про експропріацію [9, с. 127]. Такий підхід є суперечливим, оскільки, видання правових актів індивідуальної дії належить до виключної компетенції органів державної влади, умови продажу визначаються не заявником, а законодавчими нормами та як було встановлено вище, процедура squeeze-out не є експропріацією за своєю природою.

Хибність такої думки підтверджується тим фактом, що О. Кологойда у більш пізнішій своїй науковій публікації вказала, що аналіз норми ст. 65-2 Закону «Про АТ» свідчить про підстави визнання публічної безвідкличної вимоги одностороннім правочином, оскільки вона вчиняється однією стороною (заявником вимоги) та породжує обов'язки для інших осіб щодо продажу акцій

для множини міноритарних акціонерів [52, с. 111]. Такий підхід узгоджується з положеннями абз. 3 ч. 3 ст. 202 ЦК України, де вказано, що односторонній правочин може створювати обов'язки для інших осіб лише у випадках, встановлених законом, або за домовленістю з цими особами.

Подібне твердження міститься у дисертацій роботі К. Забітова, який вказав, що юридична процедура примусового викупу цінних паперів міноритарних акціонерів здійснюється на підставі одностороннього правочину, що укладається контролюючим акціонером в силу закону. При цьому вимога контролюючого акціонера про примусовий викуп цінних паперів міноритарних акціонерів висловлює його волю на примусове припинення прав міноритарних акціонерів [8, с. 16-17]. Відмінність цього підходу полягає в тому, що одностороннім правочином безпосередньо є примусовий викуп акцій, а публічна безвідклична вимога є лише формальним вираженням такого правочину. У цілому варто погодитись з таким твердженням, оскільки, з аналізу ч. 4 ст. 65-2 Закону «Про АТ» слідує, що публічна безвідклична вимога, в першу чергу, є письмовим документом, який засвідчує волю заявника вимогу на вчинення такого правочину, як примусовий викуп акцій.

Публічна властивість безвідкличної вимоги полягає в тому, що вона звернена до всіх міноритарних акціонерів (крім заявника вимоги, його афілійованих осіб та осіб, що діють спільно із заявником вимоги. Заявник вимоги не має права відкликати заявлену вимогу, тобто відмовитись від неї, що впливає вже з її назви (публічна безвідклична) та змісту ст. 65-2 Закону «Про АТ». Міноритарні акціонери у безумовному порядку продають акції заявнику вимоги та не можуть відмовитись або перешкодити викупу (списанню акцій з рахунку в депозитарній установі).

Таким чином, публічна безвідклична вимога являється формальним вираження волі заявника вимоги на вчинення одностороннього правочину за яким одна сторона – заявник вимоги, зобов'язується придбати усі акції товариства, а інша – решта акціонерів, зобов'язується їх продати.

#### *4. Складання списку акціонерів та інформування акціонерів*



Протягом наступного робочого дня після отримання публічної безвідкличної вимоги АТ розміщує таку вимогу на власному веб-сайті та ЗІБД НКЦПФР, засвідчує її та надсилає до НКЦПФР та НДУ, який в свою чергу встановлює обмеження на здійснення операцій щодо акцій у системі депозитарного обліку, складає перелік усіх акціонерів, у яких придбаваються акції та надсилає його товариству.

Впродовж 5 днів з моменту отримання переліку акціонерів АТ зобов'язане надіслати кожному міноритарному акціонеру копію публічної безвідкличної вимоги та скласти список осіб, у яких придбаваються акції, де зазначають суму, що підлягає сплаті заявником вимоги на користь кожного акціонера, акції якого придбаваються, а також надати такий список банківській установі, у якій відкрито рахунок умовного зберігання.

Протягом 2 робочих днів з моменту дня надсилання кожному акціонеру копії публічної безвідкличної вимоги повідомляє про це заявника вимоги із зазначенням кількості акцій, що належать акціонерам і придбаватимуться.

#### *5. Виплата справедливої вартості акцій*

Після надсилання товариством інформації акціонерам та зняття обтяжень з акцій заявник вимоги сплачує ціну акцій акціонерам шляхом перерахування грошових сум на рахунок умовного зберігання (ескроу), бенефіціарами якого є акціонери, у яких придбаваються акції та інформує про це товариство, яке зобов'язане протягом наступного робочого дня повідомити НДУ про належне виконання заявником вимоги зобов'язання щодо оплати акцій. Банк, у якому відкрито рахунок умовного зберігання, протягом трьох років виплачує кошти міноритарним акціонерам (їхнім спадкоємцям або правонаступникам, або іншим особам, які відповідно до законодавства мають право на отримання коштів).

Слід звернути увагу, що у законодавстві, відсутня вимога щодо обов'язкового підтвердження мажоритарним акціонером перерахування коштів на рахунок умовного зберігання відповідними документами. При цьому, на заявника вимоги покладається лише обов'язок про інформувати товариство, яке в свою чергу повідомляє НДУ. І на основі такої непідтвердженої інформації НДУ

забезпечує переведення права власності на 100 відсотковий пакет акцій до заявника вимоги. При цьому, слід зазначити, що у абз. 2 ч. 14 ст. 65-2 Закону «Про АТ» передбачено, що НДУ у разі неотримання від товариства інформації про те, що заявник вимоги надав документи, що підтверджують оплату акцій знімає обтяження з акцій товариства. Тобто, з цієї норми слідує, що заявник вимоги має надати документи, що підтверджують оплату акцій, що не збігається з положеннями абз. 1 ч. 13 ст. 65-2 Закону «Про АТ», де вказано лише про інформування товариства.

Слід зазначити, що відсутність прямо встановленої законодавчої вимоги про обов'язкове підтвердження оплати акцій створює ризики зловживання зі сторони мажоритарного акціонера, коли без виплати коштів, останній набуває право власності на придбані акції. При цьому попередня оплата вартості акцій є однією з головних гарантій попереднього відшкодування вартості акцій. Тому вбачається доцільним передбачити в законодавстві вимогу про те, що заявник вимоги має підтвердити перерахування коштів на рахунок умовного зберігання шляхом надання товариству відповідних розрахункових документів, засвідчених у встановленому законом порядку. При цьому, товариство зобов'язане буде перевірити достовірність наданих документів та відповідність їх законодавчим вимогам до розрахункового документу і лише у такому випадку повідомити НДУ про належне виконання зобов'язань акціонером, у протилежному випадку – товариство зобов'язане відмовити акціонеру.

#### *6. Перехід права власності на викуплені акції до заявника вимоги*

Протягом трьох днів з моменту отримання інформації про перерахування коштів НДУ знімає обмеження на здійснення операцій у системі депозитарного обліку з акціями товариства та забезпечує переведення депозитарними установами прав на відповідні акції з рахунків їхніх власників на рахунок заявника вимоги. У випадку, якщо інформація про те, що заявник вимоги надав документи, що підтверджують оплату акцій, які придбаваються, не буде надана товариством протягом 90 днів з дня отримання НДУ публічної безвідкличної

вимоги наступного дня знімає обмеження на здійснення операцій з акціями товариства.

Процедура squeeze-out припиняється з моментом набуття права власності власником домінуючого пакета акцій одноосібно або спільно з своїми афілійованими особами на 100 відсотковий пакет акцій товариства, а саме з моменту зарахування придбаних акцій на рахунок власника у зберігача.

## **2.2. Гарантії захисту прав міноритарних акціонерів**

Як зазначалось вище, гарантії захисту прав міноритарних акціонерів є одним з основних елементів забезпечення балансу інтересів у механізмі примусового викупу акцій. Важливість забезпечення ефективного захисту прав і законних інтересів міноритарних акціонерів у обов'язковому продажі акцій на вимогу на вимогу власника домінуючого контрольного пакету акцій обумовлена тим, що контролюючий акціонер в умовах надвисокої концентрації корпоративного контролю, незважаючи на формально-юридичну рівність учасників корпоративних відносин, має практично необмежену можливість впливати на права та інтереси міноритарних акціонерів, так як потенційна можливість порушення прав міноритаріїв закладена в самій системі управління АТ (принцип прийняття рішень більшістю голосів). При цьому слід врахувати, що у squeeze-out, міноритарний акціонер не може ніяк впливати на здійснення процедури, оскільки по суті уся роль міноритарного акціонера зводиться до того, щоб отримати виплачені кошти з рахунку умовного зберігання. Таким чином, в ситуації примусового викупу цінних паперів на вимогу контролюючого акціонера міноритарні акціонери є слабкою стороною корпоративних відносин, що обумовлює необхідність запровадження ефективних гарантії захисту його прав та інтересів.

Як відомо, у науковій літературі розрізняють юрисдикційні і неюрисдикційні форми захисту порушених суб'єктивних прав та охоронюваних законом інтересів. Враховуючи особливості об'єкта захисту, захист права



власності на цінні папери здійснюється у юрисдикційній формі. Юрисдикційні форми захисту полягають у здійсненні відповідних дій у межах визначеної законодавством компетенції судом, органом державної влади, органом місцевого самоврядування, а також нотаріусом.

Найбільш ефективною і поширеною формою відновлення порушених суб'єктивних прав та охоронюваних законом інтересів власника цінних паперів є судовий захист. Загальні способи судового захисту прав та законних інтересів передбачені у ст. 20 ГК України та ст. 16 ЦК України. Однак у примусовому викупі акцій також можуть використані спеціальні способи, такі як: визнання правочину недійсним (статті 203, 215 ЦК України); витребування майна від особи, якій воно було передано у користування за договором; відшкодування завданої власникові шкоди (ст. 225 ГК України); повернення майна, що придбане або збережене за рахунок коштів іншої особи без достатніх підстав (ст. 1212 ЦК України); визнання незаконним акта, яким порушується право власності (ст. 393 ЦК України); вимоги до органів державної влади та управління про захист інтересів власника від правомірного або неправомірного втручання (ст. 393 ЦК України) та інші.

Важливим елементом у правових дослідженнях є аналіз актуальної судової практики щодо теми роботи. Слід відмітити, що на даний момент усі справи, що перебували на розгляді Верховного Суду та предмет спору яких стосувався процедури squeeze-out, були призупинені до винесення рішення Великою палатою ВС по справі 908/137/18. Оскільки, розгляд Великою палатою цієї справи вже триває більше року, процес вироблення єдиної правозастосовної практики щодо процедури squeeze-out зупинився.

На сьогодні, слід констатувати, що фактично відсутні судові прецеденти, у яких були задоволені вимоги міноритарних акціонерів щодо оскарження обов'язкового продажу акцій, що в свою чергу, ставить під сумнів ефективність судового захисту прав міноритарних акціонерів. Однак, враховуючи, що єдина правозастосовна практика ще не напрацьована, і остаточні рішення касаційних судів по вищевказаних справах відсутні, такі сумніви є необґрунтованими. У

зв'язку з цим вбачається доцільним дослідити причини такої тенденції та ефективність судового захисту прав.

Насамперед, слід зазначити, що відповідно п. 3 ч. 1 ст. 20 ГПК України справи у спорах, що виникають з корпоративних відносин, в тому числі у спорах між учасниками акціонерами юридичної особи або між юридичною особою та її учасником (засновником, акціонером, членом), у тому числі акціонером, який вибув, та пов'язані зі створенням, діяльністю, управлінням або припиненням діяльності такої юридичної особи [53]. З цього слідує, що оскільки суб'єктами примусового викупу акцій є АТ, мажоритарний та міноритарний акціонер, то спори щодо примусового викупу акцій підсудні господарським судам.

Слід зазначити, що в українському законодавстві не передбачені спеціальні способи захисту прав міноритарних акціонерів у процедурі обов'язкового продажу акцій. В свою чергу ч. 2 ст. 5 ГПК України передбачено, що у випадку, якщо закон або договір не визначають ефективного способу захисту порушеного права чи інтересу особи, яка звернулася до суду, суд відповідно до викладеної в позові вимоги такої особи може визначити у своєму рішенні такий спосіб захисту, який не суперечить закону [53], що зобов'язує суд розглянути спір по суті у разі підтвердження факту порушеного права.

Актуальність питання про вибір належного способу захисту права в спорах, пов'язаних з примусовим викупом акцій, підтверджується різноманітним формулюванням вимог, які пред'являються міноритаріями в господарських судах. Так, судова практика свідчить про те, що міноритарії, як правило, оскаржують шляхом визнання публічної безвідкличної вимоги недійсною (справи 908/137/18, 910/15674/14, 914/1804/18), визнання недійсним рішення наглядової ради АТ, яким було затверджено ринкова вартість (справи 905/671/19, 910/15153/18), зобов'язання вчинити дії (справа 910/12591/18), стягнення коштів (справа 905/1926/18, 910/2483/18), а іноді заявляють кілька з вищезазначених вимог в одному позові (справа 910/8714/18, 908/2186/18, 908/3492/19).

При виборі належного способу захисту слід враховувати суть правопорушення, оскільки не можна вимагати визнати примусовий викуп акцій

недійсним та одночасно вимагати стягнути з мажоритарного акціонера більшу компенсацію за викуплені акції. На підставі аналізу судової практики, слід зробити висновок, що основну масу справ щодо примусового викупу акцій становлять два види спорів, а саме - порушення вимог закону при проведенні процедури squeeze-out та неправильно визначена ціна продажу акцій.

Визнання публічної безвідкличної вимоги недійсною як належний спосіб захисту прав обґрунтовується твердженням про те, що обов'язковий продаж акцій є одностороннім правочином за своєю природою. Дійсно, на перший погляд процедура примусового викупу акцій відповідає ознакам двосторонньої оплатного правочину купівлі-продажу. Однак договір купівлі-продажу передбачає наявність взаємної волі сторін. Тим часом викуп мажоритарним акціонером акцій міноритаріїв носить примусовий характер. Також проблемним є визначення підстави на основі якої суд може визнати правочин недійсним, оскільки, перелік підстав недійсності є вичерпним. Так, відповідно до ч. 1 ст. 215 ЦК України підставою недійсності правочину є недодержання сторонами (стороною) в момент його вчинення вимог, які встановлені ч. 1–3, 5 та 6 ст. 203 ЦК України. При цьому, із змісту ст. 203 ЦК України слідує, що правочин є дійсним, якщо зміст правочину не суперечить ЦК України, іншим актам цивільного законодавства, а також інтересам держави і суспільства, його моральним засадам; особа, яка вчиняє правочин має необхідний обсяг цивільної дієздатності; волевиявлення учасника правочину є вільним і відповідає його внутрішній волі; правочин спрямований на реальне настання правових наслідків та не суперечить інтересам підопічних, якщо такий правочин був укладений законними представниками [31].

При цьому у всіх досліджуваних справах позивачем не деталізується якій самій підставі не відповідає обов'язковий продаж акцій. Так, наприклад, у справі 910/15674/18 позивач – ПрАТ «Укргазвидобування» звернувся з позовом про визнання недійсною публічну безвідкличну вимогу відповідача - ТОВ «Смарт Енерджі» про придбання акцій в усіх власників акцій ПАТ «Укргазвидобуток». В обґрунтування позовних вимог позивач посилається на те, що публічна



безвідклична вимога, яка є одностороннім правочином, порушує законні права позивача на володіння акціями ПрАТ «Укргазвидобуток», оскільки суперечить вимогам ч. 6 ст. 7 Закону України «Про трубопровідний транспорт», яка встановлює заборону на відчуження акцій у статутних капіталах державних підприємств, що належать АТ «Укргазвидобування». Однак, Верховний Суд відмовив у задоволенні позову, оскільки, зазначивши, що заборона на відчуження акцій не стосується акцій, що належать цим підприємствам у статутних капіталах інших господарських організацій [54].

Слід звернути увагу на положення ч. 1 ст. 206 ЦК України, де вказано, що недійсний правочин не створює юридичних наслідків, крім тих, що пов'язані з його недійсністю. У разі недійсності правочину кожна із сторін зобов'язана повернути другій стороні у натурі все, що вона одержала на виконання цього правочину, а в разі неможливості такого повернення, зокрема тоді, коли одержане полягає у користуванні майном, виконаній роботі, наданій послугі, - відшкодувати вартість того, що одержано, за цінами, які існують на момент відшкодування [31]. Тобто, у разі визнання публічної безвідкличної вимоги недійсною, то й відносини, які виникли між мажоритарним акціонером та міноритаріями повинні повернутись у той стан, який вони існували до подання публічної безвідкличної вимоги.

Варто погодитись з К. Забітовим, який зазначає що, примусовий викуп акцій забезпечує об'єктивні економічні процеси перерозподілу контролю в АТ. Ціль примусового викупу акцій - надання міноритарному акціонеру відшкодуванню компенсацій за викуплене майно. Визнання примусового викупу акцій міноритарних акціонерів недійсним веде до того, що сторони повертаються в положення, якому вони знаходились до проведення примусового викупу акцій. Однак, внаслідок цього, контролюючий акціонер буде повторно проводити цю багатоступеневу процедуру у забезпеченні права міноритарних акціонерів на отримання виплат рівноцінною компенсацією, через визнання виплати акцій, а недійсність правочину прямо не впливає на безумовне право власнику міноритарних акціонерів міноритарних акціонерів [8, с. 121]. Слід додати, що

оскарження процедури squeeze-out відбувається переважно вже після того, як міноритарні акціонери розпочали отримувати свої компенсацію з рахунку умовного зберігання і після того, як право власності на акції перейшло до мажоритарного акціонера. Тому слід припустити, що у випадку визнання недійсним цього правочину усі міноритарні акціонери зобов'язані будуть повернути кошти отримані в якості компенсації, що само собою є проблематичним, враховуючи кількість міноритаріїв, а мажоритарій має розпочинати процедуру squeeze-out заново. З цього можна зробити, що визнання правочину недійсним з метою оскарження процедури squeeze-out є неефективним способом захисту.

Слід також навести твердженням російського вченого А. Байрамкулова, який зазначає, що визнання примусового викупу недійсним є ефективним способом захисту лише у випадку, якщо мажоритарний акціонер придбав акції міноритаріїв не маючи такого права, оскільки не досяг необхідного порогу. Вчений наводить практику російських судів, у справі про визнання недійсним примусового викупу акцій судами було встановлено, що у публічній безвідкличній вимозі щодо викупу акцій мажоритарного акціонера вказано в якості афілійованих осіб акціонерів, які такими не являються. Прийшовши до висновку про те, що у мажоритарного акціонера не виникло права на примусовий викуп акцій з огляду на те, що передбачений законом поріг володіння акціями не було досягнуто, Вищий арбітражний суд РФ підтримав позицію судів, які визнали правочин з обов'язкового продажу акцій недійсним [19, с. 152]. Такий висновок видається виправданим, оскільки запропонований позов передбачає застосування наслідків недійсності правочину, тобто відновлення в Реєстрі акціонерів записів про приналежність спірних акцій міноритарних акціонерів, що забезпечує ефективний захист порушених прав.

Доволі часто міноритарні акціонери, які не погодились з ціною продажу акцій, яка затвердження рішенням наглядової ради АТ, звертаються з позовом до товариства про визнання рішення його недійсним. Право звертатись з таким способом захисту передбачене у п. 38 постанови Пленуму Верховного Суду

України від 24.10.2008 № 13 «Про практику розгляду судами корпоративних спорів» учасники товариства (акціонери), а також інші особи, права та законні інтереси яких порушено рішенням наглядової ради чи виконавчого органу товариства, вправі оскаржити до суду відповідні рішення як акти, оскільки наглядова рада та виконавчий орган товариства є його органами управління, що приймають обов'язкові для виконання рішення [55].

Так, наприклад, у справі 910/8714/18 позивач не погодився з ціною, яка була визначена суб'єктом оціночної діяльності, та звернувся з позовом до суду про визнання недійсним рішення наглядової ради АТ про затвердження ринкової вартості акцій та ціни продажу акцій, визнання недійсною публічної безвідкличної вимоги та зобов'язанням повернути викуплені акції на рахунок позивача у депозитарній установі. На обґрунтування своєї позиції позивач надав звіт ФДМУ, який у своїй рецензії зазначив, що звіт на основі якого була затверджена ціна продажу акцій, не повною мірою відповідає вимогам нормативно-правових актів з оцінки майна і має значні недоліки, що вплинули на достовірність оцінки, але може використовуватися з метою, визначеною у звіті, після виправлення зазначених недоліків. Однак Північний апеляційний господарський суд у своїй постанові від 19 лютого 2019 року залишив без змін рішення суду першої інстанції, яким було відмовлено у задоволенні позову, де вказав суд вказав, що рішення наглядової ради не може бути визнане недійсним, оскільки, члени наглядової ради не наділені спеціальними знаннями у галузі оцінки майна, щоб самостійно визначити чи відповідає або не відповідає вимогам визначена незалежним оцінювачем ринкова вартість майна. У наглядової ради АТ у випадках затвердження ринкової вартості акцій на підставі звіту про оцінку акцій відсутні можливості відступити від його змісту. Отже при визначенні ринкової вартості акцій наглядова рада АТ не вправі було змінювати вартість акцій, визначену в звіті про оцінку та відступати від нього без належного обґрунтування [56]. До аналогічного рішення дійшов Господарський суд Запорізької області у справі 908/3492/19 [57].



Висновок судів ґрунтується на п. 39 постанови Пленуму Верховного Суду України від 24.10.2008 № 13 «Про практику розгляду судами корпоративних спорів» 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 законодавства та порушує права чи законні інтереси учасника (акціонера) товариства [55]. З цього слідує, що підставами для висновку про недійсність рішення наглядової ради є наявність одночасно двох умов - порушення положень чинного законодавства при скликанні та прийнятті рішення наглядовою радою АТ та порушення рішенням наглядової ради прав чи законних інтересів акціонера. Тобто, у випадку, якщо позивач не погоджується з визначеною ринковою ціною акцій, визначеною суб'єктом оціночної діяльності, проте наглядовою радою було дотримано всі покладені на неї обов'язки, передбачені у Законі «Про АТ», то у задоволенні позову про визнання недійсним рішення наглядової ради має бути відмовлено.

На підтвердження вищесказаного твердження можна навести протилежну ситуацію, яка виникла у справі 910/15153/18, де позивач, обґрунтовуючи свої позовні вимоги порушенням вимог закону при затвердженні ціни акцій наглядовою радою АТ, акціями якого він володів, подав позов про стягнення грошових коштів. Північний апеляційний господарський суд у своїй постанові від 6 березня 2019 року вказав, що оскільки рішення наглядової ради є чинним і в установленому законом порядку скасовано не було, суд апеляційної інстанції погоджується з висновком місцевого господарського суду про те, що доводи позивача про порушення наглядовою радою АТ вимог статей 8, 65-2 Закону «Про АТ» при зазначенні ціни придбання акцій в публічній безвідкличній пропозиції не були прийняті до уваги [58].

Варто погодитись з твердженням О. Кологойди та В. Стафійчука, які зазначили, що належним способом при оскарженні міноритарним акціонером ціни викупу акцій належним способом захисту буде позов про стягнення грошової суми, що становить різницю між ринковою вартістю примусово

викуплених акцій та сумою коштів, сплаченою заявником вимоги через рахунок ескроу [41, с. 153-154]. Таке твердження обґрунтовується тим, що акціонер погоджується безпосередньо з проведенням процедури squeeze-out, і дотриманням мажоритарним та міноритарним акціонером вимог закону, однак, не погоджується з вартістю акцій визначеною суб'єктом оціночної діяльності.

Проте на основі дослідження судової практики було встановлено лише дві судових справи у яких було заявлено позовні вимоги про стягнення грошових коштів. Так, у справі 905/1926/18 міноритарний акціонер звернувся з до мажоритарного акціонера позовом про стягнення збитків, в підтвердження наявності факту збитків позивач посилається на неправомірність дій відповідача, що полягають у придбанні належних позивачу акцій за публічною безвідкличною вимогою за ціною, визначеної без застосування коефіцієнта ринкової капіталізації, що значно нижче ринкової ціни на акції, що підтверджує розмір завданих збитків. Однак, Господарський суд Донецької області відмовив у задоволенні позову, у зв'язку з тим, що відповідно до Закону «Про АТ» зазначений коефіцієнт не використовується для визначення ринкової вартості акцій [59].

Натомість, у справі 910/2483/18 міноритарний акціонер обґрунтовував свої позовні вимоги про стягнення грошових коштів тим, що мажоритарій не виконав свої зобов'язання щодо надсилання обов'язкової пропозиції про придбання акцій, а отже, ціна продажу акцій має бути подвійною відповідно до ч. 6-7 Закону «Про АТ». Проте Господарський суд міста Києва відмовив у задоволенні позову з підстави, що на момент набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій уже власником контрольного та значного пакету акцій, а отже, не був зобов'язаний виконувати вимоги передбачені у ст. 65-1 Закону «Про АТ» [60].

Особливу увагу слід звернути на забезпечення позову шляхом фактичного зупинення процедури squeeze-out. Так, у справі 914/228/18 міноритарним акціонерам була подана заява про забезпечення позову шляхом заборони НДУ включати міноритарного акціонера в перелік (реєстр) акціонерів ПАТ «Миколаївцемент», який складається Центральним депозитарієм цінних паперів

на підставі ч. 10 ст. 65-2 Закону «Про АТ» та шляхом заборони ПАТ «Миколаївцемент» включати акціонера міноритарного у в список осіб, у яких придбаваються акції, на підставі ч. 10 ст. 65-2 Закону «Про АТ». Слід відмітити, що суди першої та апеляційної інстанцій задовольнили заяву про забезпечення позову, проте Верховний суд скасував ці рішення. Правова позиція ВС ґрунтується на тому, що суди попередніх фактично заборонили можливість реалізації акціонером - власником домінуючого контрольного пакету акцій права на викуп акцій у всіх міноритарних власників акцій ПАТ «Миколаївцемент» відповідно до вимог ст. 65-2 Закону «Про АТ» та можливість виконання ПАТ «Миколаївцемент» та ПАТ «Національний депозитарій України» обов'язків, зокрема зі складання відповідних переліків акціонерів, які покладені на них законодавством в процедурі «squeeze-out». Тобто суди попередніх інстанцій не врахували, що застосовані ними заходи забезпечення позову порушують права третіх осіб, що не є учасниками спору, зокрема права власника домінуючого контрольного пакету акцій та забороняють емітенту і НДУ вчиняти дії з метою проведення процедур, передбачених ст. 65-2 Закону «Про АТ», які є обов'язковими для них в силу вимог закону [61]. Такий висновок є виправданим, якщо врахувати, що міноритарний пакет акцій придбавається заявником вимоги цілим, і виходить ситуація, коли з метою захисту інтересів одного акціонера, страждають інтереси усіх акціонерів.

При вирішенні питань захисту інтересів міноритаріїв при витісненні не можна обійти увагою проблему державного контролю у процедурі squeeze-out. Як зазначалось вище, контрольні повноваження НКЦПФР щодо обов'язкового продажу акцій не деталізуються, з чого слідує, що фактично механізм державного контролю за процедурою squeeze-out відсутній.

Так, О. Кологойда та В. Стафійчук зазначають, що законодавством передбачено завдання та повноваження НКЦПФР щодо контролю за виконанням встановлених вимог та захисту інтересів акціонерів (інвесторів), проте не передбачає механізму захисту прав міноритарних акціонерів у разі виявлення порушень. На обґрунтування свого твердження, вчені наводять прецедент, який



склався з міноритарними акціонерами ПАТ «ДТЕК «ДНІПРОЕНЕРГО». Суть цієї справи полягає в тому, що НКЦПФР було виявлено порушення Наглядовою радою ПАТ «ДТЕК «ДНІПРОЕНЕРГО» вимог Закону «Про АТ» при визначенні справедливої ціни акції у процедурі squeeze-out, у результаті чого було державним регулятором було прийнято Постанову №624-СХ-1-Е від 19.01.2018 р. на основі, якої на товариство було накладено попередження. Проте порушення усунуто не було, внаслідок чого, міноритарні акціонери отримали компенсацію за викуплені акції набагато меншу, чим могли отримати [9, с.124-125]. Слід зазначити, що постанова НКЦПФР №624-СХ-1-Е від 19.01.2018 р. була визнана протиправною та скасована рішенням Окружного адміністративного суду міста Києва від 19.12.2018 у справі 826/7969/18, законність якого була підтвердження пізніше була підтверджена апеляційним судом [62].

Проте варто погодитись з твердженням, що на сьогоднішній день в Україні не вирішеним залишається питання встановлення ефективного механізму контролю держави за здійсненням процедури обов'язкового продажу акцій. В українських умовах, це питання є особливо актуальним, оскільки відсутність попереднього контролю та спеціальних засобів впливу на мажоритарного акціонера з боку державних органів робить міноритаріїв більш вразливими. Це твердження обґрунтовується, тим що обов'язковий продаж акцій є багатостадійною процедурою, яка безпосередньо пов'язана з відчуженням права власності на акції значної кількості осіб всупереч їх волі. З відсутністю ефективних адміністративних способів захисту прав міноритарних акціонерів, основне навантаження у забезпеченні законності процедури примусового викупу акцій покладається на суди. Не зважаючи на те, що суд має можливість не лише перевірити ціну та можливе завдання збитків, а й встановити всі обставини, які можуть свідчити про зловживання з боку мажоритаріїв та порушення вимог закону, судовий захист не є оперативним і у більшості випадків не здатний реагувати своєчасно. При цьому, таке затягування може завдати суттєвих збитків у майбутньому як і для міноритарного, так і мажоритарного акціонера, у зв'язку

з цим вбачається доцільним дослідити досвід державного контролю за процедурою squeeze-out у зарубіжних країнах.

Слід зазначити, що досвід зарубіжних країн показує про існування двох видів контролю за примусовим викупом акцій, а саме: попередній (*ex ante*) контроль, який здійснюється безпосередньо до переходу права власності на акції, та подальший (*ex post*) контроль, який відбувається вже після набуття права власності на 100 відсотковий пакет акцій і зводиться до перевірки контролюючим суб'єктом дотримання норм закону заявником вимоги при здійсненні процедури примусового викупу [63, с. 84].

Як зазначає А. Байрамкулов у більшості європейських правопорядків законодавство передбачає попередній контроль (*ex ante*) щодо процедур публічного поглинання компаній. У Німеччині та Нідерландах контроль здійснюється судами, в той час як у Франції цю функцію виконує орган виконавчої влади з питань фінансових ринків. При цьому, як зазначає вчений не так важливо, який саме орган здійснює контроль над примусовим викупом, - більше значення має те, які повноваження цього органу. В цьому відношенні слід звернути увагу на французький досвід, де Управління з фінансових ринків має досить широкі повноваження, в тому числі з експертизи звіту оцінювача і встановленню регламенту здійснення права на примусовий викуп [19, с. 153].

Слід врахувати, що у процедурі примусового викупу мажоритарний акціонер несе певні витрати пов'язані з виплатою справедливої компенсації. У випадках коли права міноритарія були порушені безпосередньо не внаслідок дій власника домінуючого контрольного пакета, а у результаті дій наглядової ради АТ, мажоритарний акціонер має бути зацікавлений у відновленні порушеного права до виплати справедливої компенсації. Оскільки у протилежному випадку – вже після судових позовів міноритарія мажоритарний акціонер може понести додаткові збитки. Ефективність попереднього державного контролю обумовлена можливістю попередити конфлікт між мажоритарним та міноритарним акціонером на стадії його зародження та відновити порушене право міноритарія безпосередньо до переведення права власності на викуплені акції.

З урахуванням зарубіжного досвіду вбачається доцільним посилення ролі державного регулятора. Незважаючи на те, що в основі ціни продажу акцій лежить незалежна оцінка, проте сам факт залучення суб'єкта оціночної діяльності наглядовою радою АТ, підконтрольним мажоритарному акціонеру органу, викликає у міноритаріїв сумніви і побоювання щодо достовірності такої оцінки. Додаткова перевірка достовірності звітів оцінювачів НКЦПФР підвищить ступінь об'єктивності оцінки і довіри міноритарних акціонерів до цієї оцінки. Це міра, здатна усунути потенційний конфлікт інтересів, що міститься в чинному порядку призначення незалежних оцінювачів для визначення ціни примусово викуповуються акцій. При цьому, слід зазначити, що практика свідчить, що НКЦПФР регулярно надсилає до ФДМУ на рецензування звіти оцінювачів. Так, згідно річного звіту НКЦПФР у 2019 році, державний регулятор на постійній основі направляє ФДМУ для здійснення рецензування завірені копії звітів про незалежну оцінку ринкової вартості однієї простої акції АТ [27]. Проблема полягає в тому, що в законі не передбачена юридична сила рецензій ФДМУ над звітами оцінювачів та наслідки у випадку, якщо така рецензія визнана оцінку недостовірною, у зв'язку з чим, такі рецензії не беруть судами до уваги. Так, у Постанові Північного апеляційного господарського суду від 19 лютого 2019 року у справі 910/8714/18 вказано, що чинним законодавством не встановлено пріоритетності рецензій ФДМУ над рецензіями інших суб'єктів оціночної діяльності [56]. Окрім того, у НКЦПФР не деталізовані повноваження, які заходи не обхідні вчинити з метою усунення правопорушення.

Вбачається доречним вбачається передбачити, що у разі невиконання заявником вимоги обов'язків, передбачених ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ» або невиконання емітентом обов'язків, передбачених ч. 3 ст. 65-2 Закону «Про АТ» право НКЦПФР зупинити процедуру squeeze-out шляхом заборони Центральному депозитарію, на строк до усунення зазначеного порушення, знімати обмеження з акцій що придбаваються заявником вимоги та забезпечити переведення депозитарними установами прав на відповідні акції з рахунків їхніх власників на рахунок заявника вимоги. Необхідність запровадження такого



права обумовлюється двома аспектами. По-перше, таке право спрямоване, в першу чергу, на захист інтересів мажоритарного акціонера, оскільки, наглядова рада АТ затверджує ринкову вартість акцій на основі звіту незалежного оцінювача, який як показує практика може бути і недостовірним. У випадку, якщо звіт буде визначений як такий, що не відповідає вимогам нормативно-правових актів з оцінки майна, є неякісним та непрофесійними і не може бути використаним мажоритарний акціонер буде нести більші витрати, ніж передбачав до цього, тому зупинення процедури squeeze-out дасть можливість не тільки вирішити спір щодо належної ціни шляхом проведення додаткової оцінки, а й дасть можливість оцінити мажоритарію майбутні витрати, які він зможе понести з новою затвердженою ціною. По-друге, у випадку, якщо мажоритарним акціонером буде визначено не вірну ціну обов'язкову продажу акцій, наприклад, не найвищу з трьох цін, передбачених у ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ», то такий засіб впливу припинить триваюче правопорушення та реально вплине на виправлення правопорушення мажоритарний акціонером, оскільки, унеможливить придбання акцій мажоритарним акціонером за заниженою ціною. При цьому, вбачається необхідним закріпити, що перебіг строку визначеного у абз. 2 ч. 14 ст. 65-2 Закону «Про АТ» призупиняється.

### **2.3. Визначення справедливої ціни акцій**

Основною причиною критики інституту обов'язкового продажу акцій акціонерів на вимогу особи, яка володіє домінуючим контрольним пакетом акцій, є, на думку представників опозиційної до squeeze-out точки зору, неефективний механізм визначення справедливої ціни акцій. При цьому як зазначалось вище саме несправедливий порядок визначення ціни акцій був підставою для визнання процедури squeeze-out неконституційною у Грузії - єдиної країни, де було прийняте таке рішення органом конституційної юстиції. Тому справедлива ціна акцій є найважливішим елементом, яка відрізняє squeeze-out від незаконного привласнення акцій міноритаріїв, а її ефективне законодавче

регулювання дозволить забезпечити дотримання балансу інтересів між міноритаріями та АТ, що обумовлює необхідність виокремлення дослідження визначення справедливої ціни в окремий підрозділ.

Цілком очевидним є те, що під «справедливою ціною акцій» мажоритарний акціонер та міноритарій будуть бачити абсолютно різні цифри. Так, мажоритарному акціонеру вигідне заниження ціни акцій, оскільки чим менша ціна однієї акції, тим меншу грошову суму він буде зобов'язаний перерахувати на ескроу-рахунок міноритаріїв. Саме на цьому моменті зобов'язана втрутитись держава та на законодавчому рівні закріпити такий механізм визначення ціни акцій, який унеможливило б зловживання з боку власника домінуючого контрольного пакету акцій та забезпечить міноритарію гідну компенсацію за втрачені акції, яка відповідатиме їх реальній вартості. Натомість, застосування занадто суворих критеріїв визначення ціни може знизити кількість процедур squeeze-out, що буде свідчити про його неефективність.

Слід зазначити, що юридична конструкція щодо визначення ціни примусового викупу акцій у Директиві є нечіткою та розпливчастою. Так, у положеннях ч. 5 ст. 15 Директиви лише вказано, що «Держави-члени повинні гарантувати справедливую ціну. Така ціна повинна мати таку саму форму, як і компенсація, запропонована відповідно до оферти, або має бути у готівковій формі. Держави-члени повинні забезпечити, щоб готівкова форма була запропонована принаймні як альтернатива». Вбачається, що ця норма відсилає до порядку визначення справедливої ціни оферти передбаченої ч. 4 ст. 5 Директиви 2004/25/ЄС, де вказано, що справедливою ціною оферти вважається найвища ціна, призначена за одні і ті самі цінні папери оферентом або особами, що діють спільно з ним, протягом періоду, що визначається державою-членом, не менше ніж за шість місяців та не більше ніж за 12 місяців до обов'язкової пропозиції. Також цією частиною передбачено, що за умови за умови дотримання загальних принципів, держави-члени можуть уповноважити свої наглядові органи врегулювати справедливую ціну, за умови та відповідно до чітко встановлених критеріїв. Для цього держави-члени мають скласти список

ймовірних обставин, за яких найвища ціна може підвищуватися або знижуватися, наприклад, якщо найвища ціна була призначена за згодою між покупцем та продавцем, якщо ринкові ціни таких цінних паперів зазнали маніпуляцій, якщо ринкові ціни взагалі та деякі ціни зокрема зазнали впливу виняткових подій, з метою створення умов для рятування фірми у складній ситуації. Вони також можуть визначати критерії, що мають застосовуватися, наприклад, у випадках оцінки середньої ринкової вартості за певний період часу, ліквідаційну вартість компанії або інші об'єктивні критерії, що зазвичай використовуються для фінансового аналізу [13].

З аналізу вищевказаних положень Директиви 2004/24/ЄС слідує, що справедливою ціною примусового викупу акцій є найвища ціна за якою заявник вимоги купував акції цього товариства у строк, що передує набуття права власності на домінуючий пакет акцій, однак, не більший ніж 12 місяців та не менший 6 місяців. Також держави-члени мають право уповноважувати контрольні органи самостійно визначати та переглядати ціну за умови встановлення чітких об'єктивних економічних критеріїв. Поряд з цим, Директива 2004/25/ЄС надає законодавцям право додатково встановлювати критерії визначення ціни, які мають бути об'єктивними та зазвичай використовуватись для фінансового аналізу.

В українському законодавстві порядок визначення ціни регулюється ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ», де вказано, що ціною обов'язкового продажу акцій визначається найбільша з наступних:

- 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 такою особою 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% загальної вартості активів такої юридичної особи;

3) ринкова вартість акцій товариства, визначена суб'єктом оціночної діяльності відповідно до ст. 8 Закону «Про АТ» станом на останній робочий день, що передує дню набуття заявником вимоги домінуючого пакета акцій товариства [1].

З аналізу ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ» слідує, що законодавцем встановлюється три критерія визначення ціни, за найвищою з яких заявник вимоги має викупити акції міноритаріїв. Слід зазначити, що перші два критерія визначені у п. 1-2 ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ» запроваджені у відповідності з вимогами Директиви 2004/25/ЄС щодо справедливої ціни та є подібними один до одного, оскільки, передбачають найвищу ціну, за якою заявник вимоги придбав акції товариства протягом останніх 12 місяців, що передують набуттю права власності на домінуючий контрольний пакет акцій. Однак, ці два критерія відрізняються способом набуття права власності на акції, що придбавалась. Так, критерій визначений у п. 2 ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ» поширюється також на випадки опосередкованого набуття права власності на акції товариства, тобто, коли право власності на акції набується особами, які підконтрольні мажоритарному акціонеру. Такий підхід обґрунтовується тим, що унеможливити маніпуляції з боку мажоритарного акціонера з метою обходу вимоги про найвищу ціну акцій шляхом залучення підставних юридичних осіб.

Третім критерієм є ринкова вартість акцій, яка у відповідності до положень ч. 2 ст. 8 встановлюється суб'єктом оціночної діяльності, залученим наглядовою радою та визначається:

- для акцій, що перебувають в обігу на фондових біржах, - як середній біржовий курс акцій на відповідній фондовій біржі за останні три місяці їх обігу;
- для акцій, які не перебувають в обігу на фондових біржах або які перебувають на кількох фондових біржах, однак, на яких неможливо

визначити їх вартість, - визначається відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність.

Після визначення ринкової вартості акцій наглядова рада АТ, затверджує ринкову вартість майна (включно з цінними паперами). При цьому, затверджена вартість майна не може відрізнятись більше ніж на 10 відсотків від вартості, визначеної оцінювачем, у протилежному випадку наглядова рада зобов'язана мотивувати своє рішення.

Окрім того, як зазначалось вище, положеннями ч. 6-7 ст. 65-2 Закону «Про АТ» встановлено, що у разі невиконання мажоритарним акціонером обов'язків, передбачених ст. 65 та 65-1 Закону «Про АТ», ціна обов'язкового продажу акцій подвоюється. Таким чином, законодавець покладає на особу, яка є власником домінуючого контрольного пакету акцій АТ, відповідальність за невиконання обов'язків щодо пропозиції викупу акцій у міноритарних акціонерів, примушуючи порушника перетерпіти додаткові матеріальні втрати.

Слід відмітити, що надання наглядовій раді АТ повноважень щодо затвердження ціни примусового викупу акцій критикується деякими вченими. Так, О. Кологойда та В. Стафійчук зазначають, що визначення ціни викупу суб'єктом оціночної діяльності, залученим наглядовою радою товариства, дає змогу наглядовій раді товариства та мажоритарному акціонеру впливати на результати оцінки [41, с. 149]. Слід додатково відмітити твердження Л. Белкіна, який зазначає, що ціну фактично визначає сторона «покупця», оскільки саме наглядова рада товариства, що складається з представників мажоритарія, наймає оцінювача, який, на відміну від судового експерта, не несе жодної відповідальності за результати своєї діяльності з оцінки ринкової вартості акції [23, с. 21].

У цілому побоювання щодо залежності наглядової ради мають логічне підґрунтя, однак, не у всіх випадках. Слід врахувати, що обрання членів наглядової ради ПАТ здійснюється шляхом кумулятивного голосування, тому за певних умов міноритарні акціонери можуть мати представника своїх інтересів в наглядовій раді. Також, законодавством передбачено, що третину членів

наглядової ради ПАТ мають становити незалежні директори - члени наглядової ради, на яких відсутній будь-який вплив з боку інших осіб у процесі прийняття рішень під час виконання ним своїх обов'язків, що також є своєрідними гарантіями неупередженості наглядової ради. Наглядова рада визначає ціну придбання акцій лише у одному з трьох передбачених законом випадків та за умови, що така ціна має бути найвищою, при цьому, визначена наглядовою радою ціна не має права відрізнятись більше ніж на 10 відсотків від ринкової ціни, визначеної незалежним оцінювачем. Окрім того, законодавством передбачені додаткові гарантії щодо неупередженості наглядової ради, що полягають у особливостях обрання членів наглядової ради, їх правовому статусі та контролі за їх діяльністю, що в цілому свідчить про безпідставність твердження про ймовірну залежність наглядової ради від мажоритарного акціонера.

Варто звернути увагу на пропозицію О. Бігняка, який зазначає, що погодження справедливої ціни повинно виходити від регулятора ринку цінних паперів. Адже саме через державне регулювання фондового ринку і передбачається забезпечення захисту прав та інтересів власників цінних паперів, сприяння прозорості функціонування ринку цінних паперів і умов для оптимального ціноутворення [23, с. 226]. Слід відмітити, що твердження вченого не повністю відповідає загальноприйнятій практиці, оскільки, у таких випадках роль державного регулятора є додатковою та полягає у контролі над процедурою, а не у визначенні ціни. Так, центральним банкам Литви та Чехії надані повноваження щодо перегляду ціни обов'язкового продажу акцій, визначеної мажоритарним акціонером. Національний банк Чехії повинен визначити достатність компенсації з урахуванням того, що міноритарії позбавлені можливості вирішити, коли передавати свої акції та чи передавати їх взагалі. Схожа процедура у Литві, де передбачена законодавча вимога про попереднє затвердження ціни викупу центральним банком. Натомість, у Австралії комісія з цінних паперів та інвестицій за заявою мажоритарного акціонера лише призначає незалежного експерта, який визначає справедливу



ціну акцій [64]. Обумовлюється це тим, що держава встановлює до державних службовців, в тому числі до працівників державного регулятора, набагато нижчі вимоги та гарантії їх неупередженості, ніж до суддів або незалежних оцінювачів.

Натомість, зарубіжний досвід показує, що повноваження безпосереднього визначення ціни акцій переважно надається судовим органам. При цьому, у таких країнах судам надається право переглянути ціну, запропоновану мажоритарним акціонером та встановити чи є вона справедливою, у інакшому випадку – самостійно визначити належний розмір компенсації. Так, у Німеччині ціну примусового викупу акцій безпосередньо визначає мажоритарний акціонер, потім суд за заявою мажоритарія призначає одного або більше експертів, які оцінюють достатність визначеної мажоритарієм ціни. Окрім того, німецьке законодавство передбачає право суду визначити справедливую компенсацію у разі оскарження рішення про застосування примусового викупу акцій [65]. Схожий порядок визначення ціни у Великій Британії, де після отримання міноритарієм повідомлення про викуп акцій суд може за заявою міноритарного акціонера зобов'язати мажоритарія придбати акції на визначених судом умовах [66].

Практика визначення ціни примусового викупу акцій суб'єктом оціночної діяльності є найбільш поширеною у правовому регулюванні процедури squeeze-out в Україні та зарубіжних країнах, оскільки як до діяльності незалежного оцінювача, так і до самої оцінки законодавцем пред'являються підвищені вимоги, покликані гарантувати достовірність оцінки. У національному законодавстві ці вимоги закріплені в Законі України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні», у національних стандартах оцінки - НСТ №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», НСТ №3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». Як вбачається з Річного звіту НКЦПФР за 2019 рік, станом на 31.12.2019 року з 308 проведених процедур squeeze-out у 264 випадках ціна обов'язкового продажу акцій визначалась суб'єктом оціночної діяльності, що становить 86% від загальної кількості. Окрім того, слід відмітити, що НКЦПФР постійно направляє до Фонду державного майна України, на який покладено завдання створення системи незалежної оцінки майна, копії звітів про

незалежну оцінку ринкової вартості простих акції АТ, які останній рецензує. Згідно з даними Річного звіту НКЦПФР 2019 року за весь час існування процедури squeeze-out в Україні лише сімнадцять звітів про незалежну оцінку простих акцій визнано такими, що не відповідають вимогам нормативно-правових актів, є неякісними та непрофесійними і не можуть бути використані, що становить лише 6,44% від загальної кількості проведених процедур викупу акцій, де ціна визначалась суб'єктом оціночної діяльності [27, с. 32-33].

Незалежність та об'єктивність суб'єктів оціночної діяльності забезпечується гарантіями передбаченими у Законі України «Про оцінку майну, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні», а підкуп оцінювачів карається Кримінальним кодексом України, тому твердження про його підконтрольність оцінювачів мажоритарному акціонеру є необґрунтованим. При цьому, серед науковців поширена думка про необхідність запровадження спеціальних вимог до оцінювачів та механізму оцінки акцій. Так, на думку О. Кологойда та В. Стафійчука оцінка ринкової вартості має здійснюватися окремою групою кваліфікованих оцінювачів, та пропонують, що НКЦПФР та Фонд державного майна мають затвердити Положення про оцінку ринкової вартості акцій для реалізації процедур викупу акцій передбачивши у ньому вимоги до оцінювачів майна, методи та способи оцінки, відповідальність оцінювачів за надання недостовірної інформації. Також вчені зазначають, що товариства, дохід яких за попередній звітний рік перевищує 500 млн. грн, повинні оцінюватися аудиторськими компаніями «великої четвірки» – PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG) [9, с. 125-126].

Вищезазначені твердження та пропозиції вчених щодо спеціальних вимог до оцінювачів акцій є суперечливими, оскільки, професійна оцінка майна та майнових прав є різногалузєвою діяльністю, яка затребувана у різноманітних сферах суспільного життя. Вченими не деталізовано, яким чином і які саме вимоги до оцінювачів оцінки повинні бути встановлені для оцінки вартості акцій. Враховуючи що в середньому відбувається близько ста процедур squeeze-out

щороку, що є незначною кількістю у порівнянні з іншими видами оцінки, встановлення надмірних вимог до оцінювачів вартості акцій у процедурі squeeze-out та sell-out, може спричинити ситуацію, коли оцінювачі просто не будуть зацікавлені в отриманні відповідних дозволів для проведення такої оцінки. Пропозиції вчених щодо оцінки компаній з доходом більше 500 млн. гривень лише членами «великої четвірки аудиторів» не відповідає принципу антимонопольного законодавства – рівності усіх суб'єктів господарювання перед законом. Окрім того, не відповідає дійсності твердження про відсутність відповідальності для оцінювача, оскільки, відповідно до ст. 344 Кримінального кодексу України завідома неправдивий звіт оцінювача про оцінка майна є кримінально караним діянням [67]. З цього слідує, що встановлення спеціальних вимог для оцінювачів лише буде гальмувати механізм примусового викупу акцій, не досягаючи цілей, задля яких такі зміни були запроваджені.

Поряд з цим варто погодитись з твердженням про необхідність запровадження спеціальних способів та методики оцінки ринкової вартості акцій. Наразі судова практика свідчить про те, що справедлива ціна акцій у розумінні міноритарія та мажоритарного акціонера може відрізнятись у декілька разів. Як правило, позивачі вже після подання публічної безвідкличної вимоги мажоритарним акціонером самостійно звертаються до іншого оцінювача з метою проведення альтернативної оцінки ринкової вартості акції в протизагагу тій оцінці, яка була затверджена наглядовою радою АТ. Так, наприклад, у справі 908/3492/19 затверджена наглядовою радою ринкова вартість акцій, підтверджена судово-економічною експертизою та рецензією ФДМУ становила 3,35 грн. за одну просту акцію, натомість, заявлена позивачем ціна акцій становила 88,39 грн., що більше у 26 разів за затверджена ціну продажу [57]. У переважній більшості справ різниця між затвердженою вартістю акцій та ціною, яка заявлена позивачем менше ніж вищевказана, однак всерівно суттєва, так, у справі 910/12591/18 заявлена позивачем вартість акцій більша за затверджену ціну у 3,2 рази [68], у справі 910/8714/18 – у 3,5 рази [56], у справі 908/2186/18 – 3,9 рази [69]. Така різниця обґрунтовується різними способами оцінки. Слід



відмітити тенденцію, що незалежні оцінювачі, яка залучають наглядовою радою виходять з вартості однієї простої акції в міноритарному пакеті акцій, що підлягає викупу, натомість, оцінювачі, які залучають міноритарними акціонерами оцінюють ринкову вартість акцій, виходячи з ринкової вартості акцій у 100 відсотковому пакеті акцій. При цьому і ті, і ті оцінювачі діють в межах закону, оскільки, законом не встановлено вимоги щодо способу акцій. При цьому такі вчені як О. Кологойда та В. Стафійчук пропонують при визначенні ринкової вартості акцій виходити з вартості однієї простої іменної акції у 100 відсотковому пакеті акцій [41, с. 149].

Як правило, судами не враховується аргументи міноритарних акціонерів те, що ринкова вартість акцій має обов'язково оцінюватись за такою їхньою методикою. Так, у рішенні від 16.03.2020 у справі 908/3492/19 Господарський суд Запорізької області на твердження позивача про те, що ринкова вартість однієї простої іменної акції має оцінюватись у 100 відсотковому пакеті акцій зазначив, що таке твердження є нормативно необґрунтованими, адже в жодному нормативно-правовому акті не міститься такої вимоги [57]. Проте також нормативно не врегульовано, що оцінка ринкової вартості акцій має відбуватись виходячи з вартості одній акцій у міноритарному пакеті акції. Таким чином, можна зробити висновок про законодавчу прогалину у регулюванні оцінки ринкової вартості акцій.

Поряд з цим вбачається доречним розглянути критерії визначення вартості акцій, тобто економічні показники, на основі яких встановлюється ціна акцій. Як зазначає литовський вчений Ф. Мілютіс, у країнах загального та приватного права визнаються три основні критерія (стандарти) визначення справедливої ціни акцій у їх викупі, а саме: ціна реалізації третім сторонам (third party sale (liquidation) value), ринкова вартість акцій (market value) та вартість діючого підприємства (going concern value). При цьому деякі автори вказують на те, що найбільш прийнятним механізмом визначення справедливої ціни є поєднання трьох вищевказаних стандартів [70, с. 780].

Кожен з вищевказаних критеріїв має свої переваги і недоліки. Так, прихильники ринкової вартості (market value) як критерію визначення справедливої ціни спираються на припущення, що, якщо фінансові ринки є ефективними, вартість цінних паперів на ринках відображає реальний попит на них, а отже є найкращим об'єктивним показником справедливої вартості акцій. Слід відмітити, що ринкова вартість насправді розглядається як міра справедливої вартості у багатьох країнах. Так, критерії достатності ціни викупу акцій розглядав Федеральний Конституційний Суд Німеччини у справі щодо компанії DAT AG (1999), яка стосувалася викупу акцій міноритаріїв під час укладення між компаніями угоди про контроль. Суд дійшов висновку, що 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 [64].

Однак, як зазначає Ф. Мілютіс, в даний час широко визнається, що ринкова ціна не може служити об'єктивним орієнтиром для визначення справедливої вартості акцій у більшості ситуацій, наприклад, через неліквідність (низька торгівля) ринкова вартість цінних паперів може бути обезцінена на відміну від реальної вартості активів підприємства. Більше того, вартість цінних паперів публічних акціонерних компаній на фінансових ринках залежить від планів мажоритарного власника, оскільки саме він здійснює корпоративний контроль над підприємством. У разі, якщо є підстави вважати, що контролер може використовувати компанію для вилучення приватної вигоди, неефективно управляти компанією або іншими способами прагнути отримати додатковий прибуток, виникають ризики зниження ринкової вартості підприємства [70, с. 781].

Слід відмітити, що в Україні критерій вартості продажу третій стороні - third party sale (liquidation) value відрізняється від того підходу, що існує в зарубіжних країнах. Згідно з цим підходом, справедлива вартість акцій, що виплачується міноритарним акціонерам, визначається виходячи з вартості всієї

компанії у гіпотетичному сценарії її продажу третій стороні. Натомість, в Україні критерій визначений у положеннях п. 1-2 ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ» є найвищою ціною акцій, за якою мажоритарний акціонер купував у третьої сторони акції цього товариства протягом 12 місяців, що передують даті набуття до даті набуття домінуючого контрольного пакета акцій включно з датою набуття.

Дані критерії є універсальними показниками, які законодавець може встановлювати по-різному. Український законодавець у відповідності з положеннями Директиви 2004/25/ЄС в імперативному порядку встановлює додатковою гарантією для міноритарія те, що показник повинен бути найвищим із передбачених цін нормами ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про АТ». Натомість, у Федеральному законі Російської Федерації «Про акціонерні товариства» встановлено, що ціна викупу цінних паперів здійснюється не нижче ринкової вартості цінних паперів, що викупуваються, яка повинна бути визначена незалежним оцінювачем. При цьому вказана ціна не може бути нижче ціни, по якій цінні папери купувались мажоритарним акціонером, внаслідок чого він набув право власності на домінуючий контрольний пакет акцій або найвищої ціни, по якій мажоритарний акціонер зобов'язувався викупити цінні папери після спливу строку добровільної або обов'язкової пропозиції, у результаті якого мажоритарний акціонер став власником домінуючого контрольного пакету акцій. Тобто російський законодавець вибрав протилежний від українського підхід, встановлюючи вищевказані стандарти як мінімальний поріг ціни за якою здійснюватиметься викуп акцій. Таким чином, можна зробити висновок, що критерії визначення ціни акцій можуть використовуватись як граничні (ціна має бути або не менше або не більше передбаченого законодавцем критерію) або як фіксовані (ціна має дорівнювати передбаченому законодавцем критерію) [71].

Аналізуючи наукові публікації, присвячені порівняльно-правовому аналізу законодавчого регулювання процедури squeeze-out, слід відмітити особливу увагу науковців до законодавства та судової практики штату Делавер (США). Така прискіплива увага пояснюється тим, що законодавство штату Делавер є



одним з найбільш розвинутих та гнучких у досліджуваній сфері. Саме в цьому штаті зареєстрована велика кількість американських корпорацій, навіть тих, які фактично здійснюють діяльність в інших штатах. Зокрема, саме у штаті Делавер зареєстровано 50% всіх публічних корпорацій США і 60% корпорацій, які увійшли до рейтингу Fortune'500. Загальна чисельність корпорацій, зареєстрованих в штаті, перевищує 800 тисяч. Таким чином, Делавер є безперечним лідером як база для створення публічних корпорацій американськими підприємцями. Тому аналіз положень корпоративного права Делавера особливо важливий для осмислення корпоративного права США в цілому. Окрім судової практики, діяльність корпорацій Делавер регулюється Загальним законом про корпорації (General Corporation Law) [72, с. 116].

Слід зазначити, що корпоративне право штату Делавер розрізняє поняття «справедливої вартості» та «справедливої ціни». Зокрема, відомим є рішення Верховного Суду штату Делавер у справі Weinberger v UOP, Inc. (1983). У цій справі Суд виділив два елементи справедливого викупу акцій: справедлива процедура (fair dealing) і справедлива ціна (fair price). Перший елемент передбачає, що директори повинні продемонструвати суду, що рішення про викуп акцій прийнято справедливо по відношенню до меншості. Другий елемент має економічну природу та стосується порядку визначення компенсації з урахуванням усіх суттєвих чинників, які можуть впливати на справжню ціну акцій компанії. До таких чинників належить вартість активів, ринкова ціна акцій, прогнози щодо прибутку, розмір дивідендів, особливості компанії, а також будь-які інші обставини, які проливають світло на майбутні перспективи компанії. Окрім того, повинні враховуватися збитки, завдані міноритаріям у зв'язку з викупом їхніх акцій. Якщо у процесі оцінки не враховується кожен чинник впливу на ціну, це порушує передбачену законом вимогу щодо оцінки всіх суттєвих чинників. Суд дійшов висновку, що не можна визначити єдиний метод оцінки вартості акцій. Допустимими є будь-які методи оцінки, які зазвичай використовуються у фінансовому секторі [64].

Щодо концепції справедливої вартості (fair value), слід зазначити, що у даному випадку суд виступає у ролі оцінювача. Акціонери, які не згодні з умовами злиття або поглинання, мають право вимагати викупу їхніх акцій за справедливою вартістю (fair value), яка визначається судом (appraisal right). Суд визначає справедливу вартість «з урахуванням всіх істотних чинників», але при цьому не враховується можливий приріст вартості, що є результатом самого злиття або поглинання (ст. 262 Загального закону про корпорації) [72, с. 114].

Велике значення у процедурі squeeze-out мають суб'єкти визначення ціни. Наприклад, у ФРН відповідно до ст. 327b та ст. 327f Федерального закону Німеччини «Про акціонерні товариства» розмір справедливого відшкодування, що отримають міноритарні акціонери, визначає головний акціонер (особа, якій належить акції товариства у розмірі 95% статутного капіталу), однак, у випадку, якщо встановлений контролюючим акціонером розмір компенсації є неспіврозмірним вартості викуплених акцій, то суд за клопотанням міноритарного акціонера самостійно визначає розмір відповідної компенсації [65, с. 451]. Тобто, суб'єктом визначення ціни акцій є уповноважена особа або орган, який встановлює ціну акцій або визначає вартість акцій, за якою вони будуть викуплені у міноритарного акціонера.

Окрім мажоритарного акціонера (Австралія, США), суб'єктами визначення ціни може бути суд (США, Велика Британія), незалежні експерти (Україна, РФ, Польща), акціонерне товариство (Україна) або державний регулятор (Литва, Чехія, Австралія) [64]. Однак, слід відмітити, що існує тенденція законодавчого регулювання, коли суб'єкти мають різні ролі у визначенні ціни, що обумовлює їх поділ на основні та додаткові. При цьому, зазвичай додаткові суб'єкти існують у тих правопорядках, де мажоритарний акціонер визначає справедливу ціну акцій. Тобто законодавець встановлює «дворівневий» механізм визначення ціни акцій, де за загальним правилом визначає ціну основний суб'єкт, після чого залучаються додаткові суб'єкти в обов'язковому або факультативному порядку, які в залежності від їх

повноважень затверджують ціну, перевіряють об'єктивність оцінки акцій, визнають ціну справедливою або призначають іншу [73].

Таким чином, належне врегулювання механізму визначення справедливої ціни акцій є гарантією ефективного впровадження процедури squeeze-out у правову систему держави. Водночас складність досліджуваного механізму полягає у відсутності єдиного загальноприйнятого підходу та необхідності дотримання балансу інтересів міноритарного та мажоритарних акціонерів.

## **Висновки до розділу 2:**

З проведеного системного аналізу правового регулювання обов'язкового продажу акцій за вимогою власника домінуючого контрольного пакету акцій за чинним законодавством України та зарубіжних країн, наукових підходів і правозастосовної практики можна зробити наступні висновки та узагальнення:

1. Встановлено, що процедура squeeze-out складається з шести основних стадій, а саме: 1) обов'язкової пропозиції придбання акцій; 2) повідомлення про набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій та затвердження ринкової вартості акцій; 3) подання публічної безвідкличної вимоги; 4) складання списку акціонерів та їх інформування; 5) виплата справедливої вартості акцій; 6) перехід права власності на придбані акції до заявника вимоги. Визначено, що публічна безвідклична вимога є формальним вираженням волі заявника вимоги на вчинення одностороннього правочину за яким одна сторона – заявник вимоги, зобов'язується придбати усі акції товариства, а інша – решта акціонерів, зобов'язується їх продати.

2. Запропоновано встановити у законодавстві обов'язок заявника вимоги при повідомленні товариства про перерахування коштів на рахунок умовного зберігання підтверджувати вчинення відповідної дії розрахунковими документами та право товариства відмовити у прийнятті розрахункових документів у разі їх невідповідності законодавчим вимогам.



3. Встановлено, що визнання обов'язкового продажу акцій недійсним є належним способом захисту у випадку, якщо заявник вимоги не досяг необхідного порогу для виникнення такого права; особи, які набули право власності на домінуючий контрольний пакет не є афілійованими або не був підписаний договір про спільну діяльність. Визнання недійсним рішення Наглядової ради АТ є належним способом захисту у випадку, якщо порушення у процедурі squeeze-out відбулись безпосередньо внаслідок недотриманням Наглядовою радою АТ вимог закону, внаслідок чого були порушені права міноритарним акціонером. Такими ситуаціями можуть бути затвердження ринкової вартості акцій без необхідного кворуму чи необхідної кількості голосів. У випадку невірного визначення ціни акцій або невиконання обов'язків передбачених ст. 65 або ст. 65-1 Закону «Про АТ», внаслідок чого міноритарний акціонер отримав меншу компенсацію, ніж було передбачено законом, належним способом є позов про стягнення різниці між ціною, яку мав сплатити мажоритарний акціонер та фактично сплаченою ціною. Окрім того, з метою вирішення проблеми правової невизначеності та забезпечення ефективності судового захисту прав міноритарних акціонерів, вбачається доцільним закріпити такий спеціальний спосіб захисту у Законі «Про АТ».

4. Встановлено, що відсутність у НКЦПФР спеціальних контрольних повноважень щодо забезпечення законності під час процедури squeeze-out створює ризики зловживань з боку мажоритарного акціонера та негативно впливає на забезпечення ефективності системи гарантій захисту прав міноритарія. Пропонується доповнити статтю 8 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» пунктом 32-3 у наступній редакції: «у разі невиконання заявником вимоги обов'язків, передбачених ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про акціонерні товариства» або невиконання емітентом обов'язків, передбачених ч. 3 ст. 65-2 Закону «Про акціонерні товариства» забороняти Центральному депозитарію знімати обмеження з акцій, що придбаваються заявником вимоги, та забезпечувати переведення депозитарними установами

прав на відповідні акції з рахунків їхніх власників на рахунок заявника вимоги, на строк до усунення зазначеного порушення.»

5. Обґрунтовано, що особливе значення у механізмі визначення ціни акцій мають критерії (стандарти) визначення вартості акцій, під якими запропоновано розуміти закріплені законодавцем економічні показники, на основі яких суб'єкт визначає або затверджує ціну акцій – розмір виплаченої міноритарному акціонеру компенсації. Найбільш поширеними в законодавстві різних країн є наступні критерії визначення вартості акцій: ринкова вартість акцій, вартість продажу третім особам та вартість діючого підприємства. При цьому критерії (стандарти) визначення вартості акцій можуть використовуватись як граничні (визначена ціна акцій має бути не більше або не менше закріпленого законодавцем критерію) або як фіксовані (визначена ціна має дорівнювати закріпленому законодавцем критерію).

6. Аргументовано, що закріплений українським законодавцем механізм визначення ціни акцій у Закону «Про АТ» відповідає вимогам Директиви 2004/25/ЄС та тенденціям правового регулювання цього інституту у зарубіжних країнах. Разом з цим існують проблеми у сфері оціночної діяльності, зокрема, відсутність спеціальних способів та методики оцінки ринкової вартості акцій обумовлюють виникнення ситуацій, коли різні суб'єкти оціночної діяльності по-різному визначають ціну акцій, що створює проблеми у правозастосуванні та проблему правової невизначеності.

## ВИСНОВКИ

До основних висновків та теоретичних узагальнень за темою магістерської роботи належать наступні положення.

1. Аргументовано, що доцільність примусового викупу акцій полягає в мінімізації ризиків корпоративного рейдерства та шантажу, попередженні корпоративних конфліктів, можливості зменшення адміністративних витрат АТ на утримання «міноритарних акціонерів» шляхом завершення процесу концентрації акцій АТ в руках одного акціонера або кількох афілійованих між собою акціонерів на умовах, максимально вигідних як для покупця, так і для міноритарних акціонерів.

2. Виокремлено ознаки примусового викупу акцій: 1) обов'язковою умовою є надвисока концентрація корпоративного контролю; 2) об'єктом примусового викупу акцій є право власності міноритарних акціонерів на акції; 3) зміст примусового викупу акцій складається з права вимоги одної сторони придбати або продати акції товариства та обов'язку іншої сторони задовольнити цю вимогу; 4) оплатність – відчуження акцій відбувається виключно за умови виплати справедливої компенсації; 5) правовими наслідками є перехід права власності на акції від міноритарного акціонера до мажоритарія, припинення корпоративних прав міноритарних акціонерів, виникнення у міноритарного акціонера права власності на грошові кошти отримані у якості справедливої компенсації за відчужені акції.

3. Угруповано суб'єктів, які беруть участь у механізмі примусового викупу акцій шляхом виокремлення трьох груп учасників цих відносин, а саме: 1) основні - особи, які безпосередньо є сторонами примусового викупу акцій та мають право вимоги на обов'язковий продаж або придбання акцій (це власник домінуючого пакету акцій та його афілійовані особи, з одної сторони, та решта акціонерів, з іншої сторони); 2) контролюючі - державні або судові органи, що безпосередньо здійснюють контроль за дотриманням законодавства у процедурі примусового викупу акцій (НКЦПФР); 3) допоміжні - фізичні або юридичні



особи, які забезпечують належне функціонування механізму примусового викупу акцій (АТ в особі наглядової ради, суб'єкти оціночної діяльності та Центральний депозитарій).

4. Встановлено, що корпоративні права міноритарних акціонерів є декларативними, оскільки не дають реальної можливості впливати на прийняття рішень та брати участь у діяльності товариства, натомість, можуть бути інструментом для рейдерства та корпоративного шантажу. Обґрунтовано, що механізм примусового викупу акцій спрямований на задоволення інтересів акціонерного товариства, міноритарного та мажоритарного акціонера. Інтерес мажоритарного акціонера полягає в можливості отримати повний контроль над компанією, усунути ризики рейдерства, «фрірайдерства» та корпоративного шантажу з боку міноритаріїв. Для міноритаріїв – дає можливість продати акції за об'єктивною ціною. Для АТ – мінімізувати витрати на «утримання» міноритарного акціонера та попередження корпоративних конфліктів.

5. Доведено, що обов'язковий продаж акцій не є експропріацію майна у розумінні ст. 1 Протоколу №1 до Конвенції та не порушує право на мирне володіння майном, оскільки держава має право самостійно визначати, які інтереси потребують особливого захисту, в тому числі шляхом примусового відчуження майна за умови забезпечення справедливої компенсації за відчужене майно та встановлення необхідних гарантій захисту осіб, майно яких відчужується.

6. Уточнено положення щодо процедури squeeze-out шляхом виокремлення її стадій, зокрема: 1) обов'язкова пропозиція про придбання акцій; 2) повідомлення про набуття права власності на домінуючий контрольний пакет акцій та затвердження ринкової вартості акцій; 3) подання публічної безвідкличної вимоги; 4) складання списку акціонерів та їх інформування; 5) виплата справедливої вартості акцій; 5) перехід права власності на придбані акції до заявника вимоги. Запропоновано встановити у законодавстві обов'язок заявника вимоги при повідомленні товариства про перерахування коштів на рахунок умовного зберігання підтверджувати вчинення відповідної дії

розрахунковими документами та право товариства відмовити у прийнятті розрахункових документів у разі їх невідповідності законодавчим вимогам.

7. Додатково обґрунтовано, що публічна безвідклична вимога є формальним вираженням волі заявника вимоги на вчинення одностороннього правочином за яким одна сторона – заявник вимоги, зобов’язується придбати усі акції товариства, а інша – решта акціонерів, зобов’язується їх продати.

9. Аргументовано, що законодавством не передбачені спеціальні способи судового захисту під час обов’язкового продажу акцій, при цьому позивач може використовувати загальні способи захисту, що передбачені у ч. 2 ст. 16 ЦК України та ч. 2 ст. 20 ГК України, а також спеціальні способи захисту, що передбачені законом. При визначенні належного способу захисту міноритарному акціонеру слід враховувати суть правопорушення. Встановлено, що належними способами захисту є: 1) визнання обов’язкового продажу акцій недійсним – якщо особа, яка заявила вимогу не мала права проводити обов’язковий продаж акцій; 2) визнання рішення наглядової ради АТ недійсним – у випадку відсутності кворуму, недостатності голосів при затвердженні ринкової вартості акцій, а також, відсутність вмотивованого рішення наглядової ради у разі відхилення від вартості, визначеної у звіті оцінювача; 3) стягнення різниці між ціною, яку мав сплатити мажоритарний акціонер та фактично сплаченою ціною - у випадку невірного визначення ціни акцій або невиконання мажоритарним акціонером обов’язків передбачених ст. 65 або ст. 65-1 Закону «Про АТ».

11. Встановлено, що відсутність у НКЦПФР спеціальних контрольних повноважень щодо забезпечення законності під час процедури squeeze-out створює ризики зловживань з боку мажоритарного акціонера та негативно впливає на забезпечення ефективності системи гарантій захисту прав міноритарія. Пропонується доповнити статтю 8 пунктом 32-3 Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів» у наступній редакції: «у разі невиконання заявником вимоги обов’язків, передбачених ч. 5 ст. 65-2 Закону «Про акціонерні товариства» або невиконання емітентом обов’язків, передбачених ч. 3 ст. 65-2 Закону «Про акціонерні товариства» забороняти

Центральному депозитарію знімати обмеження з акцій, що придбаваються заявником вимоги, та забезпечувати переведення депозитарними установами прав на відповідні акції з рахунків їхніх власників на рахунок заявника вимоги, на строк до усунення зазначеного порушення».

12. Запропоновано визначення критеріїв (стандартів) визначення вартості акцій, під якими розуміються закріплені законодавцем економічні показники, на основі яких суб'єкт визначає або затверджує ціну акцій – розмір виплаченої міноритарному акціонеру компенсації. Узагальнено найбільш поширені в законодавстві різних країн критерії визначення ринкової вартості акцій: ринкова вартість акцій, вартість продажу третім особам та вартість діючого підприємства. При цьому критерії (стандарти) визначення вартості акцій можуть використовуватись як граничні (визначена ціна акцій має бути не більше або не менше закріпленого законодавцем критерію) або як фіксовані (визначена ціна має дорівнювати закріпленому законодавцем критерію).

13. Аргументовано, що закріплений українським законодавцем механізм визначення ціни акцій у Закону «Про АТ» відповідає вимогам Директиви 2004/25/ЄС та тенденціям правового регулювання цього інституту у зарубіжних країнах. Разом з цим існують проблеми у сфері оціночної діяльності, зокрема, відсутність спеціальних способів та методики оцінки ринкової вартості акцій, що обумовлює виникнення ситуацій, коли різні суб'єкти оціночної діяльності по-різному визначають ціну акцій, що створює проблеми у правозастосуванні та проблему правової невизначеності.



## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ПОСИЛАНЬ

1. Про акціонерні товариства : Закон України від 17.09.2008 № 514-VI. *Відомості Верховної Ради України*. 2008, №№ 50-51. Ст. 384. (із змінами).
2. Ухвала Великої Палати Конституційного Суду України від 10 жовтня 2019 р. № 45-у/2019. *Офіційний веб-сайт Конституційного Суду України*. URL: [http://ccu.gov.ua/sites/default/files/docs/45\\_u\\_2019.pdf](http://ccu.gov.ua/sites/default/files/docs/45_u_2019.pdf) (дата звернення: 27.09.2020)
3. Ухвала Касаційного господарського суду у складі Верховного суду від 2 липня 2019 року у справі 908/137/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <http://reyestr.court.gov.ua/Review/82829796> (дата звернення: 27.09.2020)
4. З початку запровадження squeeze-out у міноритарні акціонери отримали майже мільярд гривень. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/z-pochatku-zaprovadzhennia-skviz-autu-minorytarni-aktsionery-otrymaly-maizhe-miliard-hryven/> (дата звернення: 27.09.2020)
5. Кибенко Е. Р. Процедура принудительного выкупа акций миноритарных акционеров: европейский опыт. *Проблеми законності: респ. міжвідом. наук. зб.* 2004, Вип. 66. С. 31–37.
6. Даниленко Є. Примусовий викуп акцій: аналіз конституційності та перспективи його впровадження в Україні. *Підприємництво, господарство і право*. 2014, №3. С. 25-29.
7. Про деякі питання практики вирішення спорів, що виникають з корпоративних правовідносин : Постанова; Вищий господарський суд від 25.02.2016 № 4 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/v0004600-16> (дата звернення: 04.11.2020)
8. Забитов К. С. Гражданско-правовое регулирование принудительного выкупа ценных бумаг миноритарных акционеров по требованию контролирующего акционера: дис. ... к-та юрид. наук : 12.00.03

«гражданское право; предпринимательское право; семейное право; международное частное право». Ин-т законодательства и сравнит. правоведения при Правительстве РФ, Москва, 2012. 179 с.

9. Кологойда О., Стафійчук В. Процедура примусового продажу акцій (squeeze-out): законодавство та практика правозастосування. *Право України*. 2018. № 6. С. 111–131.

10. Тыкыл-оол А. С. О некоторых правовых формах централизации капитала по российскому акционерному законодательству. *Пробелы в российском законодательстве*. № 3, 2009. С. 223-227.

11. Бурдули И. Современное грузинское корпоративное право и институт squeeze out. *Южнокавказский юридический журнал*. №3, 2012. С. 7-21

12. Посикалюк О. О. Механізм примусового продажу акцій squeeze-out: досвід ЄС та перспективи впровадження в законодавство України. *Проблеми модернізації приватного права в умовах євроінтеграції: збірник наукових праць / за заг. ред. Ю. В. Білоусова; НДІ приватного права і підприємництва імені академіка Ф. Г. Бурчака НАПрН України, Хмельницький університет управління та права. Хмельницький : ФОП Мельник А. А., 2015. С. 94–102.*

13. Про заявки та пропозиції ціни поглинання: Директива № 2004/25/ЄС Європейського парламенту та Ради від 21.04.2004. *Офіційний сайт Міністерства юстиції України*. URL : [https://minjust.gov.ua/m/str\\_45877](https://minjust.gov.ua/m/str_45877)

14. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах». *Офіційний веб-портал Верховної Ради України*. URL: [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4\\_2?pf3516=2302%D0%B0-%D0%B4&skl=9](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?pf3516=2302%D0%B0-%D0%B4&skl=9)

15. А. В. Смітюх. Поняття та ознаки рейдерства у контексті суміжних понять поглинання та загарбання. *Вісник Одеського національного університету*. Серія : Правознавство. 2014, т. 19, Вип. 2. С. 56-62.

16. Колосов Р. Поняття та зміст корпоративних правовідносин: теоретико-правовий аспект. *Підприємництво, господарство і право*. 2017, № 7. С. 35-38.
17. Юргелевич С. Дотримання балансу інтересів при запровадженні механізму витіснення міноритарних акціонерів. *Вісник Центру комерційного права*. 2013. №43. С. 13-17.
18. Цікало В. Здійснення та захист права акціонерів на обов'язковий викуп акцій у разі придбання домінуючого контрольного пакета. *Підприємництво, господарство і право*. 2017. №9. С. 51-55.
19. Байрамкулов А. К. Правовой механизм принудительного выкупа акций у міноритарных акционеров. *Журнал: «Закон»*. 2011, № 11. С. 137-154.
20. Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю: Закон України від 06.02.2018 № 2275-VIII. *Відомості Верховної Ради (ВВР)*. 2018, № 13. ст.69
21. Шахрай К. Особливості впровадження механізму squeeze-out та sell-out в умовах української дійсності з урахуванням досвіду зарубіжних країн. *Порівняльно-аналітичне право*. №4, 2018. С. 182-185.
22. GMS to Mandatory Offers and Squeeze-outs. *CMS Law*. URL: <https://cms.law/media/international/files/publications/guides/cms-guide-to-mandatory-offers-and-squeeze-outs>
23. Бігняк О.В. Цивільно-правовий захист корпоративних прав в Україні: дис. ... доктора юрид. наук: 12.00.03 «цивільне право і цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право». Нац. ун-т «Одеська юридична академія». Одеса, 2018. 489 с.
24. Belkin L., Pogrebnaia S., Lakhtarin I., Chernyak Yu. Проблеми примусового продажу акцій. Methodology and science foundation of modern jurisprudence: collective monograph / V. Bortnyak, K. Bortnyak, K. Bohdan; Boston, 2020. 264 p.
25. Кравчук В. М. Корпоративне право: Наук. практ. коментар законодавства та судової практики. К., 2005. 720 с.



26. Жук Т. Захистити міноритарія. *Юридична газета*. 2014, №24-25(470-471). С. 36-37.
27. Річний звіт НКЦПФР 2019. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку*. URL: [https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/06/zvit-2019\\_web.pdf](https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2020/06/zvit-2019_web.pdf) (дата звернення: 27.09.2020). С. 32-33.
28. Иванов Д. А. Вытеснение миноритарных акционеров как способ защиты прав мажоритария. *Актуальные проблемы защиты гражданских прав: сб. материалов Всерос. студ. науч. конф. / отв. ред. С. Ю. Чашкова ; ВГУЮ (РПА Минюста России)*. М. : ВГУЮ (РПА Минюста России). 2015. С. 81–85.
29. Міноритарний акціонер не є учасником процедури squeeze-out - Тетяна Васильченко. *Legal High School*. URL: <https://lhs.net.ua/ua-minorytarnyi-aktsioner-ne-ie-uchasnykom-protsedury-squeeze-out-tetiana-vasylchenko-ru-mynorytarnyi-aktsioner-ne-iavliaetsia-uchastnykom-protsedury-squeeze-out-tatiana-vasylchenko/>
30. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. *Відомості Верховної Ради України*. 1996, № 51. Ст.292. (Із змінами).
31. Цивільний кодекс України: Закон України від 16.01.2003 № 435-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2003. №№ 40-44. Ст.356. (Із змінами).
32. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. *Відомості Верховної Ради України*. 2006. № 31. Ст. 268. (Із змінами).
33. Конституція України: Закон від 28.06.1996. *Відомості Верховної Ради України*. 1996. №30. Ст.141. (Із змінами).
34. Виговський О. Бездокументарні цінні папери в системі об'єктів цивільних прав. *Право України*. 2010, № 12. С. 95-100.
35. Про депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. *Відомості Верховної Ради*. 2013. № 39. Ст.517. (Із змінами).
36. Смітюх А.В. Акція як символічний оборотоздатний об'єкт прав. *Jurnalul juridic național: teorie și practică*. 2015, № 4(14). С.82-87.

37. До Конституційного Суду України надійшло конституційне подання 47 народних депутатів України. *Офіційний веб-сайт Конституційного суду України*. URL: <http://www.ccu.gov.ua/novyna/do-konstytuciynogo-sudu-ukrayiny-nadiyshlo-konstytuciyne-podannya-47-narodnyh-deputativ-7>

38. 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 17.11.2009 № 1559-VI. *Відомості Верховної Ради України*. 2010. № 1. Ст.2. (Із змінами).

39. Дорошенко Л. М. Щодо відповідності процедури обов'язкового продажу акцій (squeeze-out) принципу непорушності права власності. *Підприємництво, господарство і право*. 2020, № 7. С. 76 – 82.

40. Жорнокуй Ю. Вкуп акцій мажоритарним акціонером: за та проти. *Підприємництво, господарство і право*. 2018. № 6. С. 30-34.

41. Кологойда О. Стафійчук В. Захист прав міноритарних акціонерів у процедурі примусового продажу акцій (squeeze-out). *Право України*. 2018, № 7. С. 143-176.

42. Рішення Конституційного Суду України у справі за конституційним зверненням закритого акціонерного товариства «Оболонь» та громадянина Винника Віктора Володимировича про офіційне тлумачення положень частини другої статті 28 Закону України «Про господарські товариства», пункту 1, абзацу першого пункту 5 статті 4 Закону України "Про власність" (справа про права акціонерів ЗАТ) : Рішення Конституційного суду України від 11.05.2005 № 4-рп/2005 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/v004p710-05> (дата звернення: 29.11.2020)

43. Постанові Північного апеляційного господарського суду від 19.12.2018 у справі 908/137/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/78980906>

44. Поєдинок В. В. Чи є сквіз-аут експропріацією майна: практика ЄСПЛ. *Закарпатські правові читання*: матер. XI Міжнародної науково-

практичної конференції (11-31 квітня 2019 р., м. Ужгород) / Ужгородський національний університет; За заг. ред. О.Я. Рогача, Я.В. Лазура, М.В. Савчина. Ужгород: РІК-У, 2019. с. 75-79.

45. Протокол до Конвенції про захист прав людини і основоположних свобод : Протокол; Рада Європи від 20.03.1952 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: [https://zakon.rada.gov.ua/go/994\\_535](https://zakon.rada.gov.ua/go/994_535) (дата звернення: 01.12.2020)

46. Рычева. А. В. Институт принудительного выкупа акций у миноритарных акционеров в контексте Конституции Российской Федерации и Конвенции о защите прав человека и основных свобод. *Российское правосудие*. № 2 (22). 2008. С- 70-80.

47. Справа «Джеймс та інші проти Сполученого Королівства» (Case of James and others v. the United Kingdom) : Справа; Рада Європи від 21.02.1986 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: [https://zakon.rada.gov.ua/go/980\\_180](https://zakon.rada.gov.ua/go/980_180) (дата звернення: 29.11.2020)

48. Case of Freitag v. Germany (Application no. 71440/01). HUDOC. URL: <https://hudoc.echr.coe.int/rus#%7B%22itemid%22%3A%22001-81783%22%7D>

49. Ігонін В., А. Шматов. Сквіз-аут, що вистояв у судах. *Юридична газета*. URL: <https://yur-gazeta.com/publications/practice/inshe/skvizaut-shcho-vistoyav-u-sudah.html>

50. Заблоцький К. В. Squeeze-out : конституційний чи не зовсім? *Журнал європейського і порівняльного права*. 2019, № 10 (1-2). С. 88-100.

51. Макаренко П.М., Дорогань-Писаренко Л.О., Кончаковський Є.О. Політична економія : Навчальний посібник / П.М. Макаренко, Л.О. Дорогань-Писаренко, Є.О. Кончаковський. Полтава РВВ ПДАА, 2013. 295 с.

52. Кологойда О. Правова природа публічної безвідкличної вимоги. *Правове забезпечення соціально-економічного розвитку: стан та перспективи*: Всеукр. наук.-практ. конф., присвячена 35-річчю кафедри господарського права Донецького національного університету імені Василя Стуса. С.111-113.



53. Господарський процесуальний кодекс України: Закон від 06.11.1991 № 1798-XII // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/1798-12> (дата звернення: 29.11.2020)

54. Постанова Касаційного господарського суду у складі Верховного суду від 25.09.2019 у справі 910/15674/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/84525185>

55. Про практику розгляду судами корпоративних спорів : Постанова Верховного суду України від 24.10.2008 № 13 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/v0013700-08> (дата звернення: 29.11.2020)

56. Постанова Північного апеляційного господарського суду від 19 лютого 2019 року у справі 910/8714/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/80523757>

57. Рішення Господарського суду Запорізької області від 18.05.2019 у справі 908/3492/19. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/89517057>

58. Рішення Господарського суду Запорізької області від 06.08.2019 у справі 910/15153/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/83536947>

59. Постанова Східного апеляційного господарського суду від 16.09.2019 у справі 905/1926/18 *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/84451361>

60. Постанова Північного апеляційного господарського суду від 06.03.2019 у справі 910/2483/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/80855001>

61. Постанова Касаційного господарського суду від 20 червня 2018 року у справі 914/228/18 *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/74882223>

62. Постанова Шостого апеляційного адміністративного суду від 22.01.2020 у справі 826/7969/18 *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/87237214>

63. Гомцяні С. О принудительном выкупе акций миноритарных акционеров. *Хозяйство и право*. 2009, № 2. С. 81-87.

64. Ігонів В., Шматов А. Ціна сквіз-ауту : в пошуках справедливості. *Юридична газета*. URL: <https://yur-gazeta.com/publications/practice/korporativne-pravo-ma/cina-skvizautu-v-poshukah-spravedlivosti.html>

65. Торговое уложение Германии. Закон об акционерных обществах. Закон об обществах с ограниченной ответственностью. Закон о производственных и хозяйственных кооперативах. 2-е издание переработанное. М: Волтер-Клуверс, 2009. 632 с.

66. Companies Act 2006. *The official home of UK legislation*. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

67. Кримінальний кодекс України: Закон України від 05.04.2001 № 2341-III. *Відомості Верховної Ради України*. 2001, №№ 25-26. Ст.131. (Із змінами)

68. Постанова Північного апеляційного господарського суду від 20.06.2019 у справі 910/12591/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/83871467>

69. Рішення Господарського суду Запорізької області від 18.03.2019 у справі 908/2186/18. *Єдиний державний реєстр судових рішень*. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/81037889>

70. Miliutis F. Fair Price in Squeeze-out Transactions. *Societal Studies*, Mykolas Romeris University Publishing. 2013, 5(2). С. 780-781.

71. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 31.07.2020) «Об акционерных обществах». *Консультант плюс*. URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/)

72. Бudyлин С. Л. Право миноритарных акционеров в корпоративном праве США на примере штата Делавэр. *Журнал российского права*. 2008, №7. С. 114-112.

73. Дорошенко Л. М. Пилявець В. В. Визначення справедливої ціни обов'язкового продажу акцій. *Часопис Київського університету права*. 2020, № 3. С. 156-162.

