

ПРОЦЕДУРА “SQUEEZE-OUT” В УКРАЇНІ: ПОРІВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ АНАЛІЗ ТА ПРОБЛЕМАТИКА РЕАЛІЗАЦІЇ¹

SQUEEZE-OUT IN UKRAINE: COMPARATIVE ANALYSIS AND IMPLEMENTATION PROBLEMS

Руденко Л.Д.,
кандидат юридичних наук, доцент,
доцент кафедри адміністративного, господарського права
та фінансово-економічної безпеки
Навчально-наукового інституту права
Сумського державного університету

Бенько А.В.,
студентка IV курсу
Навчально-наукового інституту права
Сумського державного університету

У статті розглядається механізм примусового продажу акцій акціонерного товариства міноритарними акціонерами на вимогу мажоритарного акціонера – “squeeze-out”. Ідея щодо впровадження такої процедури корпоративного контролю не так давно почала обговорюватися серед вітчизняної наукової спільноти, в тому числі, у зв'язку із процесами євроінтеграції та відповідно до Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, згідно з якою Україна зобов'язана з-поміж іншого впровадити положення Директиви № 2004/25/ЄС Європейського парламенту та Ради від 21.04.2004 стосовно пропозицій про поглинання. Не дивлячись на переслідування позитивної мети – гармонізацію відносин між мажоритарними та міноритарними акціонерами – механізм значно критикується українським суспільством.

З метою дослідження особливостей функціонування відповідного механізму у статті розглядаються дефініції терміну “squeeze-out” (витіснення), проводиться аналіз його особливостей задля відмежування від суміжних категорій, таких як “freeze-out” (заморожування) та “sell-out” (розпродаж). У роботі визначаються передумови, які призводять до потреби впровадження механізму «витіснення» та ті позитивні можливості, які він надає як мажоритарним акціонерам, так і міноритарним. Статтею передбачено не лише аналіз законодавчих нововведень, а й особливостей реалізації інтегрованих процедур, дослідження ряду питань, які виникають у процесі. В такому аспекті законодавство повною мірою не відповідає на всі питання, що виникають під час застосування “squeeze-out”, а єдиної судової практики не було сформовано з огляду на нещодавність впровадження такого права.

У статті проводиться аналіз практики європейських країн щодо застосування механізму корпоративного контролю “squeeze-out”, а також практики Європейського суду з прав людини з приводу відчуження об'єктів права приватної власності міноритарних акціонерів та висновки суду стосовно існування або відсутності порушення у випадку застосування “squeeze-out”. В роботі також розглядаються рекомендації щодо вдосконалення такого інституту задля забезпечення прав не лише мажоритарних акціонерів, а й міноритарних, аби уникнути зловживань зі сторони перших, «очищення» компанії від міноритаріїв та одноосібного управління товариством.

Ключові слова: акції, мажоритарні акціонери, міноритарні акціонери, squeeze-out, примусовий продаж акцій.

The article deals with “squeeze-out” – the mechanism of forced sale of shares of the company to minority shareholders at the request of the majority shareholder. The idea of implementing such a corporate control procedure has recently begun to be discussed among the domestic scientific community in connection with the processes of European integration. In accordance with the Association Agreement between Ukraine and the European Union, Ukraine is obliged to implement the provisions of Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 On Takeover Bids. Despite the positive aim of harmonizing relations between majority and minority shareholders, the mechanism is heavily criticized in Ukrainian society.

In order to investigate the functioning of this mechanism, the article discusses the definitions of the term “squeeze-out”, analyzes its features and distinguishes it from related categories such as “freeze-out” and “sell-out”. The paper considers the prerequisites that lead to the need for the implementation of the mechanism and the positive opportunities that it provides to majority and minority shareholders. The article provides not only the analysis of legislative innovations, but also the peculiarities of implementation of the procedure, and the study of issues arising in the process of application of “squeeze-out”. After all, the legislation in this aspect does not fully answer all the questions that arise in the application of squeeze-out, and no single case-law has been formed in view of the recent implementation of such a right.

The article analyzes the practice of European countries on the application of the corporate control mechanism “squeeze-out” and the practice of the European Court of Human Rights regarding the alienation of private property rights of minority shareholders and the court's conclusion regarding the existence or absence of violation of rights in the case of the application of “squeeze-out”. The paper also discusses recommendations for improving such an institution in order to ensure the rights not only of the majority shareholders, but also of the minority shareholders, in order to avoid abuse by the majority shareholders – “purification” of the company from the minority shareholders and sole management of the company.

Key words: shares, majority shareholders, minority shareholders, squeeze-out, forced sale of shares.

Постановка проблеми. Резонансну процедуру продажу акцій “squeeze-out” впроваджено у національне законодавство з 2017 року, що було зумовлено імплементацією Директиви 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради в рамках виконання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом [1]. На противагу цьому в інших розвинених країнах, переважно членах європейської спільноти, відповідний механізм виник ще у 90-х роках минулого століття (Німеччина, Сполучене Королівство, Австрія). Як наслідок, відповідна практика є досить новою для національних акціонерних товариств та акціонерів, тож і сприймається неодно-

начно, скоріш як примусове відчуження права власності. Не дивлячись на головну мету реалізації “squeeze-out” – врегулювання та забезпечення інтересів як мажоритарних, так і міноритарних акціонерів – виникають питання стосовно встановлення ціни акцій та законності проведення процедури. Негативно впливають також фактори нерозвиненості національного фондового ринку, відсутності вибудованої моделі корпоративного управління. Більшість акціонерних товариств є приватними, а отже не здійснюють публічну емісію акцій. Потребує узагальнення як практика Європейського суду з прав людини, так і національних господарських судів щодо реалізації процедури “squeeze-out”.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання використання механізму примусового продажу акцій

¹Робота виконана в рамках проекту № 0118U003582.

“squeeze-out” набирає все більше популярності серед вітчизняних вчених-правників (О. Кібенко, Д. Куширець, А. Папаїка, О. Посикалюк) та юристів-практиків (А. Бабак). Більш дослідженою процедура є у працях зарубіжних вчених-юристів Fausto Panunzi, Mike Burkart, інших. Проте наявність практичного досвіду застосування процедури “squeeze-out”, постановка питання про модернізацію як господарського, так і цивільного законодавства вказують на доцільність комплексного аналізу цієї процедури.

Метою дослідження є розробка пропозицій щодо вдосконалення процедури “squeeze-out” на підставі аналізу національного законодавства, права ЄС та практики застосування такого механізму в європейських країнах.

Виклад основного матеріалу. Етимологічно термін “squeeze-out” перекладається як видавлювання, вичавлювання, витіснення, віджимання. Юридичний словник Блека визначає його як дії, що застосовуються в спробі усунути інтереси міноритаріїв у корпорації [2]. Механізм надає право мажоритарному акціонеру змусити міноритаріїв продавати свої фінансові інструменти – акції за відповідною ціною [3]. Його аналогом є “sell-out” (право розпродажу) – можливість міноритарного акціонера примусити мажоритарного акціонера придбати акції.

Деякі науковці розглядають “squeeze-out” як дію в корпоративному праві, яка полягає у зменшенні частки акціонерів у статутному капіталі тієї чи іншої компанії, що найчастіше полягає у повному виключенні міноритаріїв. За юридичною природою однією з найбільш суперечливих особливостей “squeeze-out” є примусове позбавлення міноритарних акціонерів своїх акцій без їх дозволу. Такий аспект став підставою для вивчення науковцями правомірності процедури, здійснюваної різноманітними державними органами в кожній країні, де вже було чи планується запровадити законодавчі положення про “squeeze-out”.

Інколи процес “squeeze-out” співставляють із категорією “freeze-out” (у перекладі з англ. «заморожування»). Той же юридичний словник розглядає “freeze-out” як процедуру, за якої мажоритарні акціонери або ж рада директорів пригнічують міноритарних акціонерів, прагнучи примусити їх ліквідувати свої інвестиції на умовах, сприятливих для акціонерів, що володіють контрольним пакетом акцій. Порівнюючи визначення, можна дійти висновку, що “freeze-out” завжди призводить до виключення акціонерів із компанії. Відповідно, “squeeze-out” означає, що акціонери не обов’язково мають бути виключені із товариства і що вони можуть просто втратити частину своєї частки або будь-яку іншу вигоду. Цікавою є позиція, відповідно до якої ці поняття є синонімічними та взаємозамінними, окрім однієї відмінності: “squeeze-out” використовується переважно в європейській науковій доктрині, тоді як категорія “freeze-out” притаманна Сполученим Штатам Америки [4, с. 7].

Більшість держав-членів Європейського Союзу вже включили відповідну корпоративну процедуру у свої правові системи. Директива 2004/25/ЄС про поглинання (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 On Takeover Bids) запровадила механізми “squeeze-out” та “sell-out” в європейських державах-членах. Оскільки Директива про поглинання була спрямована на мінімальну гармонізацію, її імплементація до законодавства держав-членів створила деякі відмінності в системах національного законодавства. Такі процедури вилучення або продажу різняться між країнами-членами, закріплюючи різний рівень захисту прав акціонерів-мажоритаріїв та міноритаріїв [5].

Автори розглядають аргументи на користь “squeeze-out”, що були наведені Winter Group при розробці Директиви. По-перше, теза стосовно того факту, що постійний захист прав незначної кількості міноритаріїв обумовлює непропорційно великі витрати для мажоритаріїв: витрати на інфраструктурні засоби, відправлення міноритарним акціонерам постійних звітів, організація зібрань мінори-

таріїв, залучення їх до участі. Іншою передумовою реалізації механізму є розкриття інформації стосовно діяльності компанії неповнолітнім акціонерам, навіть якщо їх частка дуже незначна та не здатна впливати на діяльність товариства загалом. Як наслідок, існує ризик зловживання правами такою групою акціонерів з метою поставлення під загрозу реалізацію планів мажоритаріїв та вимагання невинновданого вигоди.

Наступним, але не менш важливим аргументом, є те, що мажоритарний акціонер не може повноцінно реалізувати корпоративні права, не володіючи повністю компанією. Так, він не може розпоряджатися прибутками компанії, наприклад, шляхом залучення їх до свого бізнесу без участі неповнолітніх акціонерів. У випадку проведення торгів для набувача акцій найбільш привабливою є можливість придбання 100% компанії, а не 90%. У разі відсутності правила “squeeze-out” ціна, яку учасник торгів заплатить би за останні 10% акцій, може бути подекуди значно вищою, ніж вартість інших акцій. Поглинання компанії є важливим фактором розвитку економіки і побудови єдиного економічного простору. Тому, не виключаючи того факту, що механізм “squeeze-out” спрямований на забезпечення приватних інтересів мажоритарного акціонера, нормативне закріплення цього інституту пояснюється спрямуванням на досягнення публічних цілей – забезпечення ефективного корпоративного управління та підвищення інвестиційної привабливості.

Механізм “squeeze-out” є добре відомим у сфері корпоративного права в державах-членах Європейського Союзу. Не дивлячись на невелику історію становлення правила «витіснення» на рівні Європейського Союзу, шлях до прийняття відповідного положення був досить довгим на складним. Робота розпочалася ще у 1974 році після доповіді професора Пенінгтона, який був призначений Комісією для створення проекту Директиви. Остаточо документ було прийнято у 2004 році. Директива про поглинання передбачає лише права викупу та продажу акцій, що виникають при поглинанні (ст.ст. 15 та 16). Європейська комісія визнає обмежену сферу дії договору про викуп або продаж акцій – після пропозиції про «поглинання», а також дозволяє застосувати національні процедури «витіснення» та «розпродажу» за інших обставин. Отже, на рівні ЄС регулюються лише права “squeeze-out” та “sell-out”. Також важливим документом вважається груповий звіт Winter Group Report, що був представлений у січні 2002 року та запропонував важливі нововведення для проекту Директиви, надав необхідні межі прав на викуп-продаж, а також обґрунтування прийняття таких рішень.

Автори аналізують досвід Німеччини в аспекті впровадження механізму “squeeze-out”. Загальне правило «витіснення» існувало в Німеччині ще до моменту імплементації Директиви про поглинання. Так, процедура була закріплена положеннями статті 327-а закону The Aktiengesetz у 2002 році. Пізніше, у 2006 році, права на викуп та продаж акцій були впроваджені Законом про імплементацію німецької директиви про вилучення ((Übernehmerchtlinie-Umsetzungsgesetz). Між іншим, у німецькій правовій доктрині існує переважно незначна кількість випадків, коли процедура “squeeze-out” визнавалася неконституційною [6].

Щодо практичного аспекту застосування “squeeze-out” у Німеччині в 2002 році Федеральний Конституційний Суд розглянув питання відповідності механізму положенням Основного закону, який гарантує право власності, а порушення права дозволяє лише в інтересах суспільства, вилучення ж майна може відбуватися винятково на підставі закону. Суд вказав, що положеннями Конституції не виключається можливість примусового викупу акцій міноритарних акціонерів, адже їх наявність може створювати певні перешкоди у діяльності мажоритарного акціонера по відношенню до компанії [7]. Федеральний Конституційний Суд постановив, що інтерес мажоритарія щодо

безперешкодного здійснення підприємницької діяльності може бути поставлено вище за інтереси міноритарія за умови виплати останнім розумної компенсації за втрачені акції. Судом також було наголошено, що початок процедури «витіснення» не може свідчити про зловживання зі сторони мажоритарія.

Необхідно звернути увагу також на практику Європейського Суду з прав людини. Так, еталоном у цьому контексті є справа *Bramelid v. Sweden* від 12 жовтня 1982 року щодо застосування механізму “squeeze-out” згідно з чинним на той час шведським Законом про компанії 1977 року. Відповідно до Закону, будь-яка особа, яка володіє більш ніж 90% акцій і прав голосу в компанії, має право змусити міноритарного акціонера продати свої акції за ціною, яка застосовувалася при продажі через публічну оферту, або за ціною, встановленою арбітражним рішенням. Ця процедура “squeeze-out” була визнана такою, що не порушує Конвенцію про захист прав людини і основоположних свобод. Суд дійшов висновків, що позбавлення акціонерів права власності на акції в силу застосування правила про витіснення є допустимим, не інакше як в інтересах суспільства і на умовах, передбачених законом і загальними принципами міжнародного права [8].

В Україні також склалася судовою практика щодо застосування механізму “squeeze-out”. Так, після впровадження процедури відбувся процес активного викупу акцій мажоритарними акціонерами внаслідок набуття ними домінуючого пакету акцій. Міноритарні акціонери звернулися за судовим захистом своїх конституційних прав на володіння, користування і розпорядження приватною власністю та визнання механізму таким, що суперечить положенням ст. 41 Конституції України [9]. Одна із таких справ стосовно визнання недійсними правочинів щодо викупу акцій на підставі публічної вимоги мажоритарного акціонера була передана на розгляд Великої Палати Верховного Суду з метою вироблення єдиної правозастосовчої практики (Ухвала Верховного суду від 02 липня 2019 року у справі № 908/137/18).

Також було внесене конституційне подання про визнання невідповідними Конституції України положень законів щодо внесення змін до законодавчих актів щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах та спрощення ведення бізнесу із залученням інвестицій [10]. Головними аргументами є можливе порушення процедурою “squeeze-out” принципів верховенства права та непорушності права приватної власності. Обґрунтування зазначеного подання є достатньо виваженим, тому не можна відкидати можливості того, що процедура може бути визнаною такою, що не відповідає Основному Закону, та не буде підлягати подальшому застосуванню. Примітно також, що автори націлені також на повернення вже викуплених акцій, зазначаючи про необхідність визнання положень неконституційними з моменту їх прийняття Верховною Радою. Проте, крапка у вирішенні цих суперечностей й досі не була поставлена. Виходячи з дослідженого досвіду розвинених країн, позиції Європейського суду з прав людини доцільно вдосконалити таку процедуру, а не визнавати її неконституційною. Адже “squeeze-out” є необхідним складником усунення перепон у корпоративному управлінні. З метою вдосконалення такої процедури доцільним є забезпечення балансу інтересів мажоритарних та міноритарних акціонерів. Зокрема, такими засобами може бути забезпечення права міноритарних акціонерів на оскарження в судовому порядку дій мажоритарія, який використовує механізм “squeeze-out” із порушенням порядку примусового продажу акцій; оскарження розміру справедливої ціни акцій за договором купівлі-продажу; впровадження у національне законодавство процедури “sell-out” як права вимоги для міноритарного акціонера на викуп належних йому акцій за справедливою ціною.

Проведений аналіз вказує на відсутність законодавчого механізму визначення справедливої ціни акцій. Ситуація ускладнюється тим, що більшість акціонерних товариств є приватними та не здійснюють публічного розміщення акцій (IPO), тому неможливо встановити ринкову вартість акцій для більшості міноритарієві. Із січня 2018 року публічними вважаються лише ті акціонерні товариства, цінні папери яких станом на початок 2018 року перебували в реєстрі фондової біржі (пройшли процедуру лістингу) або які оприлюднили повідомлення про публічну пропозицію цінних паперів у порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (надалі – НКЦПФР). Всі інші публічні акціонерні товариства вважаються такими, що не здійснювали публічну пропозицію цінних паперів і до них застосовуються вимоги Закону України «Про акціонерні товариства», що регулюють діяльність приватних акціонерних товариств.

В таких умовах є доцільним залучення незалежного оцінювача для визначення справедливої ціни примусового викупу акцій. Така справедлива ціна акцій не повинна бути меншою, ніж найвища ціна, за якою власник 95% акцій товариства протягом останніх шести місяців до пред’явлення вимоги про примусовий продаж придбав акції компанії. У випадку публічного розміщення акцій товариства вартість акцій повинна бути не нижче середнього курсу акцій компанії на біржі протягом останніх шести місяців до пред’явлення вимоги про примусовий продаж, а також не меншою за номінальну вартість акцій. Також необхідно передбачити порядок оплати таких акцій (у грошовій формі внесення на депозитний рахунок нотаріуса) та спосіб підтвердження перерахування. У зв’язку з тим, що більшість міноритаріїв – це колишні працівники підприємства, які набули права на акції при безоплатній приватизації, щодо певної частини з них відсутня інформація у системі реєстрів власників іменних цінних паперів Національного депозитарію України. Потребує окремого аналізу питання, чи всі акціонерні товариства виконали рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про порядок забезпечення існування іменних цінних паперів у бездокументарній формі» від 22 січня 2014 року № 47 [11].

Автори зауважують на необхідності зазначення інформації про всіх афілійованих осіб, які також мають на праві власності акції товариства, для власника контрольного пакету акцій, який одноосібно володіє необхідною кількістю акцій (95% і більше), у випадку висунення вимоги про продаж. Необхідним є затвердження рішення НКЦПФР щодо інформації в повідомленні про отримання права власності на домінуючий контрольний пакет акцій, адже потрібно передбачити форму вимоги та надання інформації щодо структури власності заявника та його вимог. Відповідно до вимог Директиви 2004/25/ЄС є потреба у встановленні терміну, зі сплином якого мажоритарій втрачає право на використання “squeeze-out” (преклюзивний строк).

Висновки. Таким чином, проведений аналіз дозволяє підбити наступні підсумки. Процедура “squeeze-out” надає змогу мажоритарному акціонеру викупити акції міноритарних акціонерів задля можливості стати єдиним власником товариства з метою спрощення процедури прийняття поточних рішень та порядку ведення господарської діяльності в цілому. Не дивлячись на примусовий характер процедури, механізм може бути корисним і для міноритаріїв, адже в ідеалі передбачає викуп акцій за справедливою ціною. Проте, не дивлячись на загальну відповідність вимогам права ЄС, процедура потребує доопрацювання, зокрема у частині забезпечення для міноритарних акціонерів права на оскарження в судовому порядку дій мажоритарія, який використовує механізм “squeeze-out” із порушенням вимог щодо примусового продажу акцій.

Для збалансування інтересів мажоритаріїв і міноритаріїв доцільно впровадити у національне законодавство

правило “sell-out” як право вимоги для міноритарного акціонера на викуп належних йому акцій за справедливою ціною. У зв’язку з обмеженим характером публічного розміщення акцій потребує нормативного закріплення механізм визначення справедливої ціни примусового викупу акцій шляхом залучення незалежного оцінювача. Така справедлива ціна акцій не повинна бути меншою ніж найвища ціна, за якою власник 95% акцій товариства протягом останніх шести місяців до пред’явлення вимоги про примусовий продаж придбав акції компанії. У випадку публічного розміщення акцій їх вартість повинна бути не нижче середнього курсу акцій компанії на біржі протягом останніх шести місяців до пред’явлення вимоги про примусовий продаж, а також не меншою за номінальну вартість акцій.

Також необхідно передбачити порядок оплати таких акцій (у грошовій формі внесенням на депозитний рахунок нотаріуса) та спосіб підтвердження перерахування. Доцільним є затвердження рішення НКЦПФР стосовно інформації в повідомленні про отримання права власності на домінуючий контрольний пакет акцій шляхом передбачення форми вимоги та надання інформації щодо структури власності заявника та його вимог. Відповідно до Директиви 2004/25/ЄС є потреба у встановленні терміну, зі сплином якого мажоритарій втрачає право на використання “squeeze-out” (преклюзивний строк).

У подальших наукових дослідженнях окремої уваги потребують питання запобігання використанню процедури “squeeze-out” у рейдерських захопленнях акціонерних товариств.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Директива № 2004/25/ЄС Європейського парламенту та Ради від 21.04.2004. URL: <http://old.minjust.gov.ua/file/32694>.
2. Bryan A. Garner. Black’s Law Dictionary. 2009. URL: <https://archive.org/stream/BlacksLawDictionary-Editions1-9/Black%27s%20Law%20Dictionary%20-%20Editions%201-9/9th%20Edition#page/n2/mode/2up>.
3. J. McCahery et al. in G. Ferrerini et al. (eds.), *Reforming company and takeover law in Europe*. P. 635.
4. Babak A. *Adoption of Squeeze-Out and Sell-Out Rights of Shareholders in Ukraine on the Basis of a Comparison of EU, Germany and USA*. Budapest : CEU, Budapest College. 2012. URL: http://www.etd.ceu.hu/2012/babak_anton.pdf.
5. Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids in the European Union. URL: http://papers.ssrn.com/so13/papers.cfm?abstract_id=315322&download=yes.
6. Nozadze Ani, *Comparative analysis of EU, German and Georgian regulations on squeeze-out*, Budapest : CEU, Budapest College, 2011.
7. Основний закон ФРН. URL: <https://www.btg-bestellservice.de/pdf/80201000.pdf>.
8. *Bramelid and Malmstrom v. Sweden* : Decision of 12 October 1982 http. URL: <http://hudoc.echr.coe.int/eng?i=001-74445>.
9. Конституція України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>.
10. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок забезпечення існування іменних цінних паперів у бездокументарній формі». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0241-14>.
11. Конституційне подання про визнання такими, що не відповідають Конституції України положень Закону України від 23.03.2017 р. № 1983-VIII «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах». URL: http://www.ccu.gov.ua/sites/default/files/3_4549.pdf.