

III. Новели корпоративного законодавства та практика його застосування



Олександра Кологойда

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



Владислав Стафійчук

заступник директора юридичного департаменту
ПрАТ "КІНТО"
(м. Київ, Україна)
stafa9@gmail.com

УДК 346.12:+347.725:347.121.2

ПРОЦЕДУРА ПРИМУСОВОГО ПРОДАЖУ АКЦІЙ (SQUEEZE-OUT): ЗАКОНОДАВСТВО ТА ПРАКТИКА ПРАВОНАСТОСУВАННЯ

АНОТАЦІЯ. Інститут примусового викупу цінних паперів міноритарних акціонерів за вимогою особи (групи осіб), яка володіє домінуючим контрольним пакетом акцій, є новим для теорії та практики вітчизняного корпоративного права. У законодавстві інших країн світу та правовій доктрині інститут публічної пропозиції є механізмом, що гарантує акціонерам дотримання їхніх прав у процесі перерозподілу корпоративного контролю і поглинання та забезпечує баланс приватних і публічних інтересів в акціонерному товаристві. Він характерний для виходу публічної компанії з публічного ринку цінних паперів.

Метою статті є аналіз історії виникнення та становлення інституту публічної пропозиції в окремих країнах світу, механізму його впровадження у вітчизняне законодавство, практики правозастосування та визначення пропозицій щодо вдос-

© Олександра Кологойда, Владислав Стафійчук, 2018

коналення правового регулювання порядку реалізації права на публічну пропозицію, механізму формування справедливої ринкової ціни викупу.

Встановлено, що регулювання інституту публічної пропозиції тісно пов'язане з поняттям корпоративного контролю. Досліджено дві основні моделі регулювання процедури публічної пропозиції – британську та американську. Право здійснювати примусовий викуп акцій в інших акціонерів товариства (*squeeze-out*) розглядається у нерозривному зв'язку з наданням кореспондуючого права міноритарним акціонерам вимагати від контролюючого акціонера викупу в них акцій за справедливою ціною (*sell-out*).

Автори доходять висновку, що вітчизняна модель правового регулювання процедури примусового продажу акцій (*squeeze-out*) заснована на британській (європейській) моделі регулювання публічної пропозиції. Напрямами її вдосконалення є скасування норми про право ретроспективного застосування процедури *squeeze-out*, забезпечення механізму формування справедливої ринкової ціни викупу, зокрема, шляхом впровадження права зворотної вимоги міноритарія, інвестора за ціною публічної вимоги, відкритого аукціону з викупу міноритарного пакета акцій, спеціальних вимог до оцінювачів, а також механізму оцінки ринкової вартості акції. Впровадженню процедур *squeeze-out* та *sell-out* має передувати створення в Україні публічного (біржового) ринку акцій. Запропоновано визначати публічну безвідкличну пропозицію (оферту) одностороннім правомочим, а публічну вимогу – ненормативним правовим актом індивідуальної дії.

Ключові слова: публічна пропозиція; *squeeze-out*; акціонерні товариства; корпоративні відносини; примусовий продаж акцій.

Впровадження у вітчизняне законодавство інституту публічної пропозиції при поглинанні акціонерного товариства шляхом застосування процедури *примусового продажу акцій (squeeze-out) на вимогу власника (власників) домінуючого контрольного пакету акцій, їх афілійованої особи, уповноваженої особи групи осіб, що діють спільно, з метою набуття прямо або опосередковано права власності на 100 % акцій та проблемні аспекти практики застосування цієї процедури, вимагає створення дієвого механізму правового регулювання таких відносин, що забезпечує баланс приватних і публічних інтересів в акціонерному товаристві, а також обумовлює актуальність дослідження.*

Автори дослідження, враховуючи новизну та недостатній рівень розробки проблематики *squeeze-out* у вітчизняній правовій доктрині, обрали прості, проте наочні методи наукового дослідження (імперативний, порівняльно-правовий, аналізу та синтезу) поставленої проблеми. Узагальнено рішення конституційних судів Німеччини, Польщі, Чехії, Хорватії, Португалії та Росії, судову практику Європейського суду з прав людини (далі – ЄСПЛ). Обрані країни є, на думку авторів, найподібнішими до України за економічними передумовами, що передували впровадженню у них *squeeze-out*. Німеччина є країною, корпоративне зако-

нодавство якої слугувало моделлю як для зазначених країн, так і для України.

Метою дослідження є аналіз історії виникнення та становлення інституту публічної пропозиції в окремих країнах світу, механізму його впровадження у вітчизняне законодавство, практики правозастосування та визначення пропозицій щодо вдосконалення правового регулювання порядку реалізації права на публічну пропозицію, механізму формування справедливої ринкової ціни викупу.

Регулювання набуття значних пакетів акцій тісно пов'язане з поняттям корпоративного контролю¹, під яким розуміють можливість акціонера здійснювати вплив на формування волі юридичної особи². Окрім майнової цінності, акціям властива додаткова цінність, що полягає у наявності в акціонера додаткових прав. Концентрація визначеної кількості акцій, що перевищує порогові значення у 50 %, 75 %, 95 % у руках мажоритарного акціонера (групи акціонерів, що діють спільно) зумовлює можливість впливу на здійснення господарської діяльності акціонерного товариства. Однак без права на витиснення публічна пропозиція про поглинання стає значно менш привабливою для особи, що має намір набутти контроль над товариством³.

Контроль над акціонерним товариством може бути отриманий і без набуття усіх розміщених голосуючих акцій⁴, адже більшість питань вирішуються простою більшістю голосів, а для кворуму загальних зборів необхідним є контрольний пакет (50 % +1 акція). Це визначає необхідність створення визначеного механізму, що гарантував би акціонерам дотримання їхніх прав у процесі перерозподілу корпоративного контролю і поглинання, яким і покликаний бути інститут публічної пропозиції, направлений на захист прав усіх акціонерів компанії-цілі та виплату, крім вартості відчужуваних акцій, справедливої компенсації за відчуження прав контролю.

Процедура squeeze-out у законодавстві країн Європейського Союзу та деяких країн світу

У законодавстві деяких країн Європи та світу панують дві основні моделі регулювання процедури публічної пропозиції – британська, що стала базовою для європейської моделі регулювання, та американська (США).

¹ Ирина Шиткина, *Корпоративное право: учебный курс* (КНОРУС 2011) 874.

² Дмитрий Степанов, 'Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров' (2006) 3 *Хозяйство и право* 9.

³ Олена Кібенко, 'Сучасний стан та перспективи правового регулювання корпоративних відносин: порівняльно-правовий аналіз права ЄС, Великобританії та України' (дис д-ра юрид наук, Національна юридична академія України ім Ярослава Мудрого 2006) 350.

⁴ Степанов (н 2) 9.

Усі розвинуті корпоративні правопорядки з часом дійшли необхідності законодавчої регламентації процедури викупу акцій у міноритаріїв, у випадку концентрації однією особою пакету акцій, що, як правило, перевищує 90 %. Директива 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради щодо пропозицій про поглинання⁵ надає можливість державам – членам Європейського Союзу (далі – ЄС) самостійно визначати поріг для застосування *squeeze-out* та *sell-out*, проте він не може бути меншим 90 % та більшим 95 % голосуючих акцій товариства.

У законодавстві країн ЄС є два підходи до встановлення розміру пакету акцій, із набуттям якого у набувача виникає обов'язок зробити пропозицію: 1) прив'язка його до контролю над компанією або 2) закріплення на рівні блокуючої меншості⁶. Так, в Австрії, Чехії, Угорщині, Польщі, Словенії, Іспанії та Великій Британії поріг застосування *squeeze-out* та *sell-out* становить 90 % голосуючих акцій товариства, а у Болгарії, Хорватії, Франції, Німеччині, Італії, Румунії та Словаччині – 95 % голосуючих акцій товариства.

Витіснення й викуп акцій на вимогу акціонерів, що залишилися, можливі лише за умови, що раніше до акціонерного товариства було направлено добровільну пропозицію про набуття всіх акцій такого товариства (оферту) або за умови, що було направлено обов'язкову пропозицію (вимогу) і набувач у результаті набуття цінних паперів на підставі такої пропозиції перевищив порогове значення, що вказує на концентрацію абсолютної більшості прав корпоративного контролю.

Регулятори обох моделей 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 пропозиції⁷.

⁵ Directive 2004/25/EEC of the European Parliament and of the Council of 21 Apr. 2004 on Takeovers bids. *Of L 142*, 30.04.2004. P. 12-23.

⁶ Александр Попов, *Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении* (Инфотропик Медиа 2012) 162.

⁷ Report of the High Level Group Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids 60-62 (Brussels, 10 January 2002) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf> accessed 15 May 2018.

Історично вперше процедура обов'язкової пропозиції про придбання акцій публічних акціонерних компаній (*takeover bids*)⁸ була впроваджена у Великій Британії після Другої світової війни⁹. Однак і до формалізації правил поглинань, що регулюють публічну пропозицію, учасники ринку дотримувалися визначених стандартів ділового обороту та розроблених ними рекомендаційних актів, що створило передумови для появи інституту публічної пропозиції. Зокрема, практикувалося надсилання набувачем контрольного пакету акцій пропозиції іншим акціонерам компанії-цілі про придбання акцій на тих самих умовах¹⁰.

Дисперсний акціонерний капітал почав превалювати у Великій Британії на початку ХХ ст., що обумовило необхідність впровадження спеціального правового режиму набуття значних пакетів акцій. Прийняття у 50–60-х роках у цій країні правил публічного поглинання, що містили норми про обов'язкове надсилання публічної пропозиції щодо продажу всіх акцій компанії-цілі та розкриття інформації щодо публічної пропозиції (Роз'яснення до поглинання Британських компаній (*Notes on Amalgamations of British*, 1959 р., 1963 р.), Кодекс Сіті щодо поглинань і злиттів (*The City Code on Takeovers*, 1968 р.)¹¹ з урахуванням правила (*Rule 35*, 1972 р.) про обов'язкову пропозицію викупу акцій (*The takeover bid rule*) в усіх акціонерів особою, що набула більше 40 % акцій (у 1974 р. поріг було знижено до 30 % акцій) компанії-цілі за ціною, не нижче найвищої ціни, сплаченої набувачем (пов'язаною особою та особами, що діють спільно) протягом останніх 12 місяців) стало наслідком кількох гучних поглинань¹² та результатом активного лобіювання з боку інституційних інвесторів. Прийняття цих актів було направлено на подолання конфлікту інтересів власників значних пакетів акцій та міноритарних акціонерів, а також захист прав і законних інтересів останніх¹³.

The City Code on Takeovers виробив шість основоположних принципів належної поведінки набувача при направленні пропозиції про викуп акцій: принцип рівного ставлення до всіх акціонерів (*The equal Treatment Principle*), зокрема, рівні умови та справедлива ціна за акції, що набуваються; 2) надання необхідного часу (не менше двох і не більше 10 тижнів) та інформації для прийняття обґрунтованого рішення

⁸ William J Carney, *Merger and Acquisitions. Cases and Materials* 15 (Foundation Press 2000).

⁹ Armour J et al, 'The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework' (2011) 52 *Harvard International Law Journal* 233; Johnston An, 'Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code' (2007) 66 *Cambridge Law Journal* 423.

¹⁰ Johnston Al, *The City Take-over Code* (Oxford University Press 1980) 11.

¹¹ City Code on Takeovers and Mergers of 18 January 1972 <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>> accessed 14 May 2018.

¹² Rolf Skog, *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis* (SUERF Amsterdam 1997) 7.

¹³ Julian Franks and Colin Mayer and Stefano Rossi, 'Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom' in *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers* (National Bureau of Economic Research Conference Report 2005) 581.

щодо публічної пропозиції; 3) правило невтручання ради директорів компанії-цілі у прийняття акціонерами рішення щодо публічної пропозиції (*The Neutrality Rule*); 4) запобігання штучному заниженню чи завищенню вартості акцій, що набуваються; 5) направлення публічної пропозиції лише у випадку впевненості набувача у змозі сплатити вартість акцій, що набуваються; 6) заборона обмеження діяльності компанії-цілі більше, ніж це необхідно у зв'язку з публічною пропозицією¹⁴. З прийняттям Директиви ЄС 2004/25 її положення були включені до Закону про компанії (2006)¹⁵ і правила, встановлені в Кодексі Сіті щодо поглинань і злиттів, набули сили закону.

Механізм публічної пропозиції включає у себе також регулювання процедури витіснення міноритарних акціонерів (*squeeze-out procedure*) (розділи 429–430 *В Companies Act*), яка може бути застосована лише у разі, якщо набувач у результаті публічної пропозиції стане власником не менш ніж 90 % акцій компанії-цілі або набуває (укладає угоду про набуття) не менш 90 % акцій компанії-цілі. У цих випадках набувач може вимагати в акціонерів, що залишилися, продати йому належні їм акції за справедливою ціною. Баланс інтересів забезпечується правом акціонерів, що залишилися у меншості після закінчення строку публічної пропозиції вимагати від акціонера, що володіє контрольним пакетом акцій, викупу за справедливою ціною (*sell-out right*). У Великій Британії відсутні будь-які вимоги щодо визначення справедливої ціни у випадках витіснення міноритарних акціонерів і, як правило, вона дорівнює ціні набуття акцій за публічної пропозиції¹⁶. Акціонер, який не згоден із ціною викупу, має право протягом шести тижнів з моменту надіслання повідомлення про викуп акцій у судовому порядку оскаржити справедливість умов викупу та вимагати збільшення відшкодування за викуплені акції.

Американська модель регулювання набуття великих пакетів акцій формується наприкінці 1980-х років під впливом судової практики. Вона заснована на праві директорів компанії-цілі на протидію публічній пропозиції в інтересах акціонерів або компанії шляхом застосування превентивних (*pre-offer defenses*) та активних (*post-offer defenses*) методів захисту. У США правове регулювання процедури тендерної пропозиції про придбання акцій (*tender offer*), адресованої всім акціонерам публічної акціонерної компанії запропонувати свої акції для продажу за визначеною ціною¹⁷, має дворівневу систему регулювання – на федеральному

¹⁴ Stephen Cooke, 'Buying out minority shareholders' (*Practical Law*, 2018) <<http://www.practicallaw.com/2-254-3971>> accessed 10 May 2018.

¹⁵ Companies Act 2006 <<http://www.statutelaw.gov.uk/SearchResults.aspx?TYPE=QS&Title=companies+act&Year=&Number=&LegType=All+Legislation>> accessed 10 May 2018.

¹⁶ Alan J Dignam and David Allen, *Company Law and the Human Rights Act 1998* (Butterworths 2000) 278.

¹⁷ Aaron Yorán (Jurkevitz), 'Advanced Defensive Tactics Against Takeover Bids' (1973) 21 Am. J. Comp. L. 531.

рівні та на рівні окремих штатів, що було впроваджено у 1968 р. Законом Вільямса (*Williams Act*), який вніс відповідні зміни до Закону про фондову біржу¹⁸ (*Securities Exchange Act*). Традиційне визначення тендерної пропозиції було надане у справі “*Hanson Trust PLC v. ML SCM Corp.*” (1985 р.) як знеособленої публічної пропозиції окремої особи або групи осіб набути акції публічної компанії за ціною, що значно перевищує поточну ринкову ціну¹⁹.

Для федерального регулювання характерним є те, що тендерна пропозиція не є обов’язковою пропозицією, однак вона адресується невизначеному колу осіб, тобто є пропозицією публічною, коли оферент має намір набути значний пакет акцій, принаймні 5 % (*Securities and Exchange Act of 1934. Rule 14(d)*). Обов’язок із розкриття інформації покладений як на особу, що має намір набути акції компанії-цілі, так і на раду директорів цієї компанії. Крім того, будь-яка особа після набуття більш ніж 5 % акцій публічної компанії зобов’язана протягом 10 днів після такого придбання повідомити про це емітента цінних паперів, фондові біржі, на яких перебувають в обігу такі цінні папери, а також Комісію з цінних паперів і бірж (*Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78m(d)*). Крім цієї інформації набувач зобов’язаний повідомити підстави набуття акцій та майбутні плани або наміри щодо компанії-цілі.

Відповідно до Закону про фондову біржу 1934 р. основними вимогами, що висувуються до тендерної пропозиції, є: правило про найкращу ціну (*best price rule*) – найвища ціна, сплачена набувачем будь-якому акціонеру, яку набувач зобов’язаний запропонувати всім акціонерам (*Rule 14d-10 (2)*); правило про всіх держателів (*all-holders rule*), що передбачає рівне ставлення до всіх акціонерів, зокрема: надсилання пропозиції усім акціонерам (*Rule 14d-10 (1)*); вимога про те, що тендерна пропозиція повинна діяти протягом визначеного строку (*Rule 14e-1*); положення про надання акціонерам права відкликання акцепту у будь-який час (*Rule 14d-7*), при цьому будь-яке збільшення ціни придбання у межах тендерної пропозиції має бути поширене на всіх акціонерів, які пропонують акції до продажу, навіть якщо вони погодилися на продаж за нижчою ціною (§ 78n (d))²⁰.

Регулювання публічної пропозиції на рівні окремих штатів здійснюється нормами корпоративного законодавства, основу якого становить Типовий закон про комерційні корпорації (*Model Business Corporation Act*). Він надає акціонерам спеціальні права, найвагомим із яких є пра-

¹⁸ Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881 (June 6, 1934).

¹⁹ Hanson Trust PLC v. SCM Corp. (1985) 774 F. 2d 47 <<https://www.courtlistener.com/opinion/2246601/hanson-trust-plc-v-scm-corp/>> accessed 15 May 2018.

²⁰ Stephen Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in the US and UK: Law and Practice* (Oxford University Press 2004) 88-163.

во акціонера вимагати визначення справедливої ціни (*fair value*), належних йому акцій шляхом оцінки їхньої вартості та подальшого викупу акцій за такою справедливою ціною (*appraisal right*)²¹. Законодавство штатів найчастіше не містить детально визначеного методу оцінки вартості акцій, що належать міноритарному акціонеру. У багатьох штатах ціна акцій, що викупуваються, визначається як їх ринкова ціна. У штаті Делавер, наприклад, суд оцінює не лише вартість власне акцій, а й розмір можливого доходу за ними. Уніфікація регулювання публічної пропозиції на рівні штатів підтримується завдяки впливу Закону штату Делавер про корпорації, який часто є прототипом для корпоративних законів інших штатів. Крім того, основним джерелом регулювання публічної пропозиції на рівні штатів стали судові прецеденти та їх узагальнення Американського інституту права (*American Law Institute Restatement of the Law*).

У США існує два основних види примусового викупу акцій: 1) *Short-form Merger* – право на викуп акцій набуває мажоритарний акціонер після досягнення порогу в 90 % акцій компанії; згода міноритарних акціонерів не вимагається. Основним засобом захисту є ціна викупу, яка перевищує біржову і включає премію не менше 30–40 % від ринкової вартості; 2) *Long-form Merger* – викуп акцій із попереднім узгодженням умов викупу Комісією з цінних паперів. Рішення про викуп приймають позачергові збори акціонерів – “за” 75 % голосів. Додатковою гарантією є процедура визначення ціни викупу акцій незалежним оцінювачем. У разі незгоди з оцінкою міноритарій має право оскаржити її до суду.

За законодавством Німеччини процедура викупу (*squeeze-out*) застосовується при досягненні порогу в 95 % акцій. Оцінка викупу акцій здійснюється незалежним оцінювачем за замовленням мажоритарного акціонера. Після цього питання про примусовий викуп акцій виноситься на загальні збори акціонерів, прийняття рішення якими за умови консолідації домінуючого контрольного пакету є формальністю. Ціна викупу акцій не може бути нижче ринкової вартості за останні три місяці. Однак ця норма не забезпечує належного захисту прав міноритарія, оскільки у період поглинання акціонерного товариства ціна акцій істотно знижується. Ціна викупу акцій може бути оскаржена до суду, який може призначити іншого оцінювача з метою визначення достовірності проведення оцінки.

За законодавством Швейцарії для виникнення права на витіснення міноритарних акціонерів необхідне виконання двох умов: по-перше, пуб-

²¹ Michelle Pepin, ‘Exclusivity of Appraisal – the Possibility of Extinguishing Shareholder Claims, 42 Case’ (1992) W. Res. L. Rev. 955, 960 <<https://scholarlycommons.law.case.edu/caselrev/vol42/iss3/5>> accessed 15 May 2018.

лічна оферта на придбання цінних паперів товариства; по-друге, набуття оферентом більше 98 % голосуючих акцій після закінченню оферти. Коли поріг у 98 % досягнуто, набуття решти 2 % є доволі обтяжливим для мажоритарного акціонера. Після закінчення дії оферти, оферент повинен звернутися до суду, який визначає правильність виконання умов витіснення міноритарних акціонерів.

Особливостями правового регулювання процедури *squeeze-out* за законодавством Польщі (Art. 418 § 1)²² є: 1) неможливість застосування у публічних акціонерних товариствах; 2) підставою для прийняття рішення загальними зборами щодо примусового викупу акцій є потреба захисту інтересів товариства від зловживань та дій міноритарних акціонерів, які унеможливають належне функціонування товариства; 3) розпочати *squeeze-out* можуть не більше п'яти осіб, які сукупно володіють не менше ніж 90 % статутного капіталу; 4) для прийняття рішення про примусовий викуп акцій необхідно 90 % голосів акціонерів; 5) рішення може стосуватися акціонерів, яким належить менше ніж 5 % голосів статутного капіталу; 6) визначена оцінювачем ціна викупу акцій є мінімальною ціною, за якою мають бути викуплені акції; 7) оцінювач є особою незалежною як від товариства, так і від акціонерів; 8) законом передбачене право міноритарного акціонера на оскарження у корпоративному (*sąd rejestrowy*) одноінстанційному суді ціни викупу; 9) законом передбачене право міноритарного акціонера на оскарження до суду рішення загальних зборів про примусовий викуп акцій (*squeeze-out*) із підстав, передбачених законодавством для такого оскарження.

Особливістю законодавства Чехії (ст. 183 Комерційного кодексу Чехії), що регламентує процедуру *squeeze-out*, є: 1) процедура *squeeze-out* ініціюється загальними зборами компанії, чиї акції викуповуються; 2) для прийняття рішення загальними зборами щодо примусового викупу акцій необхідно 90 % голосів акціонерів; 3) рішення загальних зборів повинно бути підтверджене Національним банком Чехії протягом 90 днів, інакше таке рішення буде визнане недійсним; 4) оцінка акцій здійснюється оцінювачем, який визначається мажоритарним акціонером, з опублікуванням звіту про оцінку; 4) Національний банк Чехії має повноваження оцінювати справедливість ціни викупу і розглядати скарги акціонерів щодо неї, а також щодо порушення їх права обирати момент викупу акцій; 5) протягом місяця з моменту публікації про загальні збори акціонер має право оскаржити ціну викупу акцій. Рішення суду щодо ціни буде обов'язковим для мажоритарного акціонера; 6) з моменту публіка-

²² Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r. <<http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20000941037/U/D20001037Lj.pdf>> accessed 15 May 2018.

ції рішення загальних зборів щодо відкриття процедури *squeeze-out*, акції, які будуть викуплені, вилучаються з обігу на фондових біржах.

Процедури squeeze-out та sell-out за законодавством України

4 червня 2017 р. набув чинності Закон України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах” (далі – Закон № 1983)²³, який врегулював два способи консолідації мажоритарним акціонером, якому належить понад 95 % акцій, всіх акцій такого товариства – інститут обов’язкового придбання акцій мажоритарним акціонером на вимогу міноритарного акціонера (процедура *sell-out*) та інститут публічної вимоги мажоритарного акціонера щодо продажу йому акцій міноритаріїв (процедура *squeeze-out*) шляхом внесення змін і доповнень до Закону України “Про акціонерні товариства” (далі – Закон)²⁴ (статті 65–65⁵).

Закон № 1983 спрямований на імплементацію Директиви 2004/25/ЄС Європейського Парламенту та Ради щодо пропозицій про поглинання, що набрала чинності 1 травня 2004 р. (строк імплементації – 20 травня 2006 р.), у межах виконання Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом (далі – ЄС), Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони (далі – Угода про асоціацію)²⁵. Слід зазначити, що Директива 2004/25/ЄС механізм надання особі (особам, що діють спільно), яка є власником 95 % і більше акцій товариства, право здійснювати примусовий викуп акцій в інших акціонерів товариства (*squeeze-out*) розглядає у нерозривному зв’язку з наданням кореспондуючого права міноритарним акціонерам вимагати від контролюючого акціонера викупу в них акцій за справедливою ціною (*sell-out*).

Sell-out – механізм захисту прав акціонерів товариства, заснований на встановленні законодавцем порогового показника в 50 % (контрольний пакет акцій) та 75 % (значний контрольний пакет акцій) набуття акцій товариства, після перевищення якого виникає обов’язок направити публічну пропозицію (оферту) про придбання акцій в усіх акціонерів товариства. Наслідки контрольного пакету акцій приватного акціонерного товариства визначаються ст. 65 Закону²⁶, а щодо набуття контрольного (50 % і біль-

²³ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах: Закон України від 23 березня 2017 р. № 1983-VIII. *Відомості Верховної Ради України*. 2017. № 25. Ст. 289.

²⁴ Про акціонерні товариства: Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI. *Відомості Верховної Ради України*. 2008. № 50-51. Ст. 384.

²⁵ Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони. URL: http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011 (дата звернення: 15.05.2018).

²⁶ Про акціонерні товариства (н 24).

ше простих акцій) або значного контрольного пакета акцій (у розмірі 75 % і більше простих акцій) публічного акціонерного товариства регулюються ст. 65¹ Закону.

Статті 65, 65¹ Закону передбачають зобов'язання особи (осіб, що діють спільно), яка внаслідок придбання акцій товариства з урахуванням кількості акцій, які належать їй та її афілійованим особам, стала (прямо або опосередковано) власником контрольного пакета акцій приватного акціонерного товариства (далі – ПрАТ) або публічного акціонерного товариства (далі – ПАТ) або значного контрольного пакета акцій ПАТ: а) протягом одного робочого дня з дати укладення нею договору подати до товариства та Національної комісії з цінних паперів та Фондового ринку (далі – НКЦПФР) повідомлення про укладення такого договору та найвищу ціну придбання за 12 місяців, що передують набуттю такого пакету акцій; б) протягом двох робочих днів з дати отримання інформації про ціну придбання – запропонувати всім акціонерам придбати у них прості акції товариства, щодо яких не встановлено обмеження (обтяження), шляхом надсилання до товариства публічної безвідкличної пропозиції (оферти) для всіх акціонерів – власників простих акцій товариства про придбання належних їм акцій. Зазначені зобов'язання не поширюються на особу (осіб, що діють спільно), що володіли на дату набрання чинності Законом контрольним або значним контрольним пакетом акцій з урахуванням кількості акцій, що належать цій особі та її афілійованим особам; набули зазначений пакет акцій у порядку спадкування або в результаті ліквідації юридичної особи, у процесі заснування акціонерного товариства або виконання зобов'язань щодо викупу акцій, які виникли у результаті придбання контрольного пакету акцій (ч. 9 ст. 65, частини 10, 11 ст. 65¹ Закону)²⁷.

Squeeze-out – механізм обов'язкового продажу простих акцій міноритарними акціонерами на підставі знеособленої публічної безвідкличної вимоги особи (осіб, що діють спільно), яка є власником домінуючого контрольного пакету акцій. Стаття 65² Закону надає особі, яка є власником домінуючого контрольного пакету акцій (95 % і більше простих акцій акціонерного товариства), або будь-якій афілійованій особі або уповноваженій особі групи осіб, що діють спільно, право надіслати до товариства публічну безвідкличну вимогу про придбання акцій в усіх власників акцій товариства разом із засвідченою копією договору рахунку умовного зберігання (ескроу). У разі подання публічної безвідкличної вимоги до товариства всі акціонери товариства, крім осіб, що діють спільно з такою особою, та її афілійованих осіб та саме товариство

²⁷ Про акціонерні товариства (н 24).

зобов'язані у безумовному порядку продати належні їм акції цього товариства заявнику вимоги.

Заявник вимоги сплачує ціну акцій шляхом перерахування грошових сум на рахунок умовного зберігання (ескроу), бенефіціарами якого є акціонери (їхні спадкоємці, правонаступники або інші особи, які за законом мають право на отримання коштів).

Строк реалізації права на публічну вимогу визначається законом у:

1) 90 днів із дати подання повідомлення до НКЦПФР особою (особами, що діють спільно), яка внаслідок придбання акцій товариства з урахуванням кількості акцій, які належать їй та її афілійованим особам, стала (прямо або опосередковано) власником домінуючого контрольного пакета акцій (ч. 4 ст. 65² Закону)²⁸;

2) два роки з дня набрання чинності Законом № 1983 (з 4 червня 2017 р. по 4 червня 2019 р.) для особи (осіб, які діють спільно), яка станом на набрання чинності законом була власником домінуючого контрольного пакета акцій акціонерного товариства (п. 2 Прикінцевих та перехідних положень Закону № 1983)²⁹.

Порядок реалізації права на публічну вимогу в першому випадку (дії заявника вимоги щодо надсилання повідомлень, відкриття рахунку ескроу тощо, наглядової ради емітента щодо розміщення повідомлення та визначення ціни викупу, Національного депозитарію України щодо складання переліку акціонерів товариства, встановлення та зняття обмежень на здійснення депозитарних операцій з акціями, що підлягають викупу, інші дії, спрямовані на здійснення обов'язкового продажу акцій на вимогу заявника публічної безвідкличної вимоги) визначається нормами ст. 65² Закону та Положенням про депозитарну діяльність. У загальному порядку ці дії включають також попереднє виконання заявником вимоги дій, передбачених статтями 65, 65¹ Закону. У спеціальному порядку викуп здійснюється з особливостями, визначеними п. 2 Прикінцевих та перехідних положень Закону № 1983, у частині порядку реалізації (без зобов'язання щодо виконання дій, передбачених статтями 65, 65¹ Закону) та визначення ціни викупу (без урахування найвищої ціни придбання акції товариства протягом 12 місяців, що передують даті набуття домінуючого контрольного пакету акцій, та середнього біржового курсу для позалістингових цінних паперів за останні три місяці їх обігу, що передують дню отримання товариством повідомлення заявника вимоги про намір скористатися правами, передбаченими ст. 65² Закону.

²⁸ Про акціонерні товариства (н 24).

²⁹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах (н 23).

Аналізуючи норми Закону № 1983, слід зазначити про такі особливості вітчизняної процедури *squeeze-out*, порівняно із законодавством інших країн, що, зрештою, зумовили порушення окремими мажоритаріями вимог Конституції України та законів при проведенні процедур *squeeze-out* в Україні та необхідність вдосконалення вітчизняної моделі.

1. У країнах ЄС процедура публічної пропозиції застосовується як механізм виходу публічної компанії з публічного ринку. В Україні процедура *squeeze-out* може бути застосована як у публічних, так і в приватних акціонерних товариствах. При цьому Статутом ПрАТ при його створенні, а також рішенням загальних зборів акціонерів приватного акціонерного товариства про внесення змін до статуту товариства, прийнятим більш як $\frac{3}{4}$ голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі у загальних зборах, може бути передбачено, що вимоги статей 65, 65², 65³ Закону не поширюються на таке товариство або поширюються з винятками або особливостями, що мають бути визначені статутом товариства (ст. 65⁵ Закону)³⁰.

В Україні фактично відсутній публічний (біржовий) ринок акцій. Якщо в 2014 р. у біржовому лістингу перебувало 126 акцій, то станом на 1 травня 2018 р. у лістингу фондової біржі ПАТ “Українська біржа” за другим рівнем лістингу перебувають цінні папери лише чотирьох емітентів – публічних акціонерних товариства (ПАТ “Донбасенерго”, МНП SE, ПАТ “Мотор Січ”, ПАТ “Укрнафта”), із 224 облігацій підприємств залишилося 12. Тенденція переходу ПАТ у ПрАТ розпочалася із прийняття Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів”³¹, яким було скасовано обмеження щодо максимальної кількості акціонерів ПрАТ та посилилася у зв’язку з прийняттям Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів” (далі – Закон № 2210)³². Відповідно до пунктів 4–6 з набранням чинності Закону № 2210 (6 січня 2018 р.) всі емітенти (крім ІСІ), що здійснювали публічне розміщення цінних паперів до дня набрання чинності цим Законом, вважаються такими, що не здійснювали публічної пропозиції цінних паперів і до них застосовуються вимоги Закону в частині регулювання діяльності приватних акціонерних товариств, крім тих емітентів, цінні папери яких перебувають у лістингу

³⁰ Про акціонерні товариства (н 24).

³¹ Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів: Закон України від 7 квітня 2015 р. № 289-VIII. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/289-19> (дата звернення: 15.05.2018).

³² Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів: Закон України від 16 листопада 2017 р. № 2210-VIII. *Відомості Верховної Ради України*. 2018. № 6-7. Ст. 38.

на день набрання чинності законом, та (або) оприлюднили повідомлення про те, що вони вважаються такими, що здійснювали публічну пропозицію цінних паперів.

2. Ретроспективний характер дії норм Закону № 1983, тобто їх поширення на правовідносини, що виникли до набрання ним чинності, в частині надання права акціонерам, які набули у власність домінуючий контрольний пакет акцій до набрання чинності законом, зокрема, у процесі приватизації, протягом двох років з дня набрання чинності законом скористатися положеннями ст. 65² Закону (п. 2 розділу II “Прикінцеві та перехідні положення”). Такий підхід суперечить ст. 58 Конституції України, якою встановлено, що ‘закони та інші нормативно-правові акти не мають зворотної дії у часі, крім випадків, коли пом’якшують або скасовують відповідальність особи’³³. Пропонуємо передбачити в Законі, що положення п. 2 Прикінцевих та перехідних положень Закону № 1983 та ст. 65² не застосовуються до осіб (групи осіб), які прямо або опосередковано набули право власності на домінуючий контрольний пакет акцій до набрання чинності законом, зокрема, у процесі приватизації.

3. У частині визначення ціни викупу акцій Закон не визначає спеціальних вимог до оцінювачів, а також механізму (способу та методу) оцінки ринкової вартості акції. Вважаємо, що з метою викупу оцінка ринкової вартості має здійснюватися окремою групою кваліфікованих оцінювачів та виходячи з вартості однієї простої іменної акції у 100 % пакеті акцій.

Норми законів № 1983 та № 2210 дають змогу не застосовувати середній біржовий курс: а) якщо акції перебувають у біржовому списку як позалістингові цінні папери (п. 2 розділу II Прикінцевих та перехідних положень Закону № 1983); б) якщо акції перебувають в обігу на фондовій біржі, але неможливо визначити їх ринкову вартість за визначений законом строк; 3) для ПрАТ – до 1 травня 2018 р. або довічно, якщо відповідне рішення щодо незастосування положень ч. 2 ст. 8 Закону ухвалене загальними зборами акціонерів у строк до 30 квітня 2018 р. У зазначених випадках ціна викупу визначається суб’єктом оціночної діяльності, залученим наглядовою радою товариства, що дає змогу впливати наглядовій раді товариства та мажоритарію на результати оцінки.

Через заниження деякими емітентами ціни обов’язкового викупу відбувається значне падіння вартості активів публічних інвестиційних фондів, які акумулюють кошти індивідуальних інвесторів. Зокрема, при реалізації процедури *squeeze-out* за публічною безвідкличною вимогою

³³ Конституція України: Закон України від 28 червня 1996 р. № 254к/96-ВР. URL: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80> (дата звернення: 15.05.2018).

від 6 грудня 2017 р. мажоритаріями ПАТ “ДТЕК ‘Дніпроенерго’” 4 жовтня 2017 р. рішенням наглядової ради ПАТ “ДТЕК ‘Дніпроенерго’” ціна придбання акцій була визначена на рівні 488,14 копійок без урахування середнього біржового курсу акцій, який за даними ПАТ “Українська біржа” за період з 30 травня 2017 р. по 30 серпня 2017 р. становив 773,7013 грн³⁴. При примусовому викупі акцій ПрАТ “МК ‘Азовсталь’” за публічною вимогою компанії *BARLENCO LTD* від 10 березня 2018 р. на підставі звіту про оцінку ринкової вартості акції станом на 1 березня 2018 р. ціна викупу становила 0,564 грн на одну акцію, тоді як за даними ПАТ “Українська фондова біржа” 27 лютого 2018 р. було зафіксовано біржовий курс акцій ПрАТ “МК ‘Азовсталь’” на рівні 1,1358 грн за одну просту акцію. І такі випадки, на жаль, непоодинокі.

З метою забезпечення механізму формування справедливої ринкової ціни викупу та уникнення зловживань пропонуємо передбачити в Законі норми, які передбачали б у разі надсилання Публічної безвідкличної вимоги:

- право зворотної вимоги міноритарія або будь-якого інвестора, зокрема й держави, щодо викупу у заявника вимоги та всіх його афілійованих осіб (осіб, які діють спільно) належних йому акцій за ціною, зазначеною в публічній пропозиції;
- право міноритарія або будь-якого інвестора, зокрема й держави, ініціювати відкритий аукціон на весь міноритарний пакет із дисконтним кроком 10 % до ціни викупу;
- у разі письмової незгоди міноритарія виключно з оцінкою ринкової вартості акцій, визначеною Публічною вимогою, ціна викупу має визначатися комісією у складі представника домінуючого власника, міноритарія та Фонду державного майна України (далі – ФДМУ);
- звіт суб’єкта оціночної діяльності про визначення ринкової вартості акцій з метою реалізації норм статей Закону та аудиторський висновок за попередній звітний період є невід’ємними частинами Публічної безвідкличної пропозиції (оферти) та Публічної безвідкличної вимоги;
- міноритарний акціонер, акції якого викуплені в процедурі *squeeze-out* або *sell-out*, має право на участь у розподілі прибутку (отримання дивідендів) за попередні звітні періоди, якщо станом на 1 січня року, наступного за звітнім, він був власником акцій акціонерного товариства;
- зупинити застосування процедур *squeeze-out* та *sell-out* до затвердження НКЦПФР та ФДМУ Положення про оцінку ринкової вартості

³⁴ Постанова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України № 624-СХ-1-Е від 19 січня 2018 р. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/pro-rozglyad-skargi-publchnogo-aktsonernogo-tovaristva-dtek-dnproenergo-vd-30-01-2018-v-8201-18-na-postanovu-pro-nakladennya-sankts-za-2/> (дата звернення: 15.05.2018).

акцій для реалізації процедур викупу акцій, визначених Законом, передбачивши у ньому вимоги до оцінювачів майна (товариства, дохід яких за попередній звітний рік перевищує 500 млн грн, повинні оцінюватися компаніями “великої четвірки” – *PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG*), методи та способи оцінки, відповідальність оцінювачів за надання недостовірної інформації. Якщо емітент або материнська компанія емітента проводить міжнародний аудит та публікує міжнародну звітність, і з цією метою проводить оцінку бізнесу, то оцінка ринкової частки міноритарія (ринкової вартості акції) має здійснюватися за ціною не нижче цієї оцінки.

4. Відсутність обов’язку наглядової ради надсилати публічну пропозицію разом із рекомендаціями всім акціонерам щодо ціни викупу акцій та факторів, які можуть впливати на її зміну, планів особи, що направляє публічну пропозицію про продаж акцій, замовляти та розміщувати на власному веб-сайті компанії аудиторський висновок та документи, що стали підставою визначення ціни викупу. Рекомендації ради директорів компанії, що поглинається, покликані реалізувати один із базових принципів Кодексу Сіті – принцип нейтральності ради директорів у прийнятті рішень акціонерами (*board neutrality and shareholders decision-making*) (Article 3(1) (c), 9 of Directive on takeover bids)³⁵. Водночас, на нашу думку, впровадження цього обов’язку, а також перевірка та розкриття достовірної інформації про фінансово-господарський стан товариства спрямовані на забезпечення гарантій для міноритарних акціонерів компанії-цілі на отримання кваліфікованої інформації щодо реального фінансового стану компанії, її ринкової капіталізації та перспектив розвитку. Відповідні витрати покладаються на особу, що ініціює поглинання.

Для забезпечення прозорості фінансово-господарський стан компанії-цілі та інформація про процедуру викупу, підстави та порядок визначення ціни мають бути публічними. Право на застосування процедури *squeeze-out* непублічними компаніями – ПрАТ обумовлює складність акціонерів в отриманні інформації про товариство. Незважаючи на норми статей 25, 77, 78 Закону, які надають право на отримання інформації про АТ, на практиці акціонери стикнулися з проблемою отримання звітів про оцінку ринкової вартості акцій та річних аудиторських висновків, обумовленою поширенням АТ на цю інформацію режиму конфіденційності;

³⁵ Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues Related to Takeover Bids 27-8 (January 10, 2002) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf> accessed 15 May 2018.

5. Закон не визначає правової природи Оферти та Публічної вимоги та наслідки їх невідповідності вимогам закону, що ускладнює визначення механізму захисту прав акціонерів. Пропонуємо визначити в статтях 65¹, 65² Закону, що *публічна безвідклична пропозиція (оферта)* є одностороннім правочином – дією особи (групи осіб, що діють спільно), яка набула право власності на домінуючий контрольний пакет акцій, спрямованою на набуття права власності на акції товариства, що обумовлює виникнення, зміну або припинення прав та обов'язків у заявника вимоги, товариства та міноритарних акціонерів – власників акцій, яким вони адресовані, та в разі акцепту визначає умови договору купівлі-продажу акцій. *Публічна безвідклична вимога про продаж акцій* є 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 нашу думку, за правовою природою нагадує акт про експропріацію. Оферта та (або) Публічна вимога, що не відповідають вимогам закону, а також договір купівлі-продажу, укладений на їх підставі, є недійсними. У разі подання Оферти та (або) Публічної вимоги, що не відповідають вимогам закону, або з порушенням процедури їх здійснення, власник цінних паперів має право вимагати від заявника вимоги відшкодування заподіяних такою вимогою збитків.

6. Закон передбачає, що Оферта та Публічна вимога направляються заявником вимоги до товариства, а не безпосередньо іншим акціонерам, але не визначає механізму взаємодії Наглядової ради товариства та заявника вимоги, а також відповідальності Наглядової ради товариства за невиконання покладених на неї обов'язків.

7. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів” передбачає 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 при застосуванні процедур *squeeze-out* та *sell-out*. Зокрема, Постановою НКЦПФР № 624-СХ-1-Е від 19 січня 2018 р., залишеною в силі рішенням НКЦПФР № 226 від 12 квітня 2018 р., було визнано порушення ПАТ “ДТЕК ‘ДНІПРОЕНЕРГО’” вимог статей 8, 65¹ Закону в частині визначення ціни викупу акцій без урахування середнього біржового курсу акцій (773,70 грн) на ПАТ “Українська біржа” за три місяці, що передували набуттю значного контрольного та домінуючого пакету акцій, у процесі подання ТОВ “ДТЕК

ПАУЕР ТРЕЙД” публічної оферти від 9 жовтня 2017 р. про викуп акцій ПАТ “ДТЕК ‘ДНІПРОЕНЕРГО” та застосовано попередження. Однак ПАТ “ДТЕК ‘ДНІПРОЕНЕРГО” не усунув порушень, а ТОВ “ДТЕК ПАУЕР ТРЕЙД” здійснив примусовий викуп акцій на підставі Публічної вимоги від 6 грудня 2017 р. за ціною 488,12 грн за одну просту іменну акцію, що заподіяло збитків міноритарним акціонерам.

Пропонуємо на виконання пунктів 30, 32¹ ст. 8 Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” закріпити в законі обов’язок НКЦПФР у разі надходження скарги міноритарного акціонера щодо порушення учасниками ринку вимог, встановлених статтями 8, 65, 65¹, 65², 65³ Закону та виявлення порушень закону в процесі реалізації прав та обов’язків, визначених статтями 8, 65–65³ Закону, зупиняти на підставі рішення НКЦПФР внесення змін до системи депозитарного обліку щодо цінних паперів емітента та заявника публічної безвідкличної вимоги на строк до усунення порушень, що стали підставою для прийняття такого рішення. У разі встановлення порушень заявник Оферти або Публічної вимоги зобов’язаний її відкликати або оскаржити постанову до суду. Після усунення порушень закону заявник Оферти або Публічної вимоги має право направити нову Оферту або Публічну вимогу.

Висновки. Вітчизняна модель правового регулювання процедури примусового продажу акцій (*squeeze-out*) на підставі публічної вимоги власника домінуючого контрольного пакету акцій, заснована на британській (європейській) моделі регулювання публічної пропозиції, підлягає доопрацюванню, з урахуванням висловлених авторами зауважень та пропозицій до законодавства з метою забезпечення гарантій прав міноритаріїв. Спершу необхідно створити в Україні публічний ринок цінних паперів та публічні компанії, а тоді вже запроваджувати новітні механізми, такі як *squeeze-out* та *sell-out*. Це також вирішило б і проблему справедливої ціни викупу. Перспективи подальших досліджень пов’язані з дослідженням рішень конституційних судів окремих країн Європи у справах про конституційність процедури *squeeze-out* та практики ЄСПЛ з питання примусового позбавлення майна та застосування процедури *squeeze-out*, визначенням способів та засобів захисту прав міноритарних акціонерів у процедурі *squeeze-out*.

REFERENCES

List of legal documents

Legislation

1. Directive 2004/25/EEC of the European Parliament and of the Council of 21 Apr. 2004 on Takeovers bids. *OJL* 142, 30.04.2004. P. 12-23 (in English).
2. City Code on Takeovers and Mergers of 18 January 1972 <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf> accessed 15 May 2018 (in English).
3. Companies Act 2006. <<http://www.statutelaw.gov.uk/SearchResults.aspx?TYPE=QS&Title=companies+act&Year=&Number=&LegType=All+Legislation>> accessed 15 May 2018 (in English).
4. Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881 (June 6, 1934) (in English).
5. Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r <<http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20000941037/U/D20001037Lj.pdf>> accessed 15 May 2018 (in Polish).
6. Konstytucija Ukrainy [Constitution of Ukraine]: Zakon Ukrainy [the Law of Ukraine] vid 28 chervnia 1996 r. № 254k/96-VR (u redaktsii vid 2 chervnia 2016 r.). *Vidomosti Verkhovnoi Rady Ukrainy*. 1996. № 30. St. 141 (in Ukrainian).
7. Pro aktsionerni tovarystva [On Joint-stock Companies]: Zakon Ukrainy [the Law of Ukraine] vid 17 veresnia 2008 r. № 514-VI. *Vidomosti Verkhovnoi Rady Ukrainy*. 2008. № 50-51. St. 384 (in Ukrainian).
8. Pro vnesennia zmin do deiakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo pidvyshchennia ravnivnia korporatyvnoho upravlinnia v aktsionernykh tovarystvakh [On Amending Certain Legislative Acts of Ukraine on Increasing the Level of Corporate Governance in Joint Stock Companies]: Zakon Ukrainy [the Law of Ukraine] vid 23 travnia 2017 r. № 1983-VIII. *Vidomosti Verkhovnoi Rady Ukrainy*. 2017. № 25. St. 289 (in Ukrainian).
9. Pro vnesennia zmin do deiakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo sproshchennia vedennia biznesu ta zaluchennia investytsii emitentamy tsinnykh paperiv [On Amending Some Legislative Acts of Ukraine Concerning Simplification of Business and Encouragement of Investments by Issuers of Securities]: Zakon Ukrainy [the Law of Ukraine] vid 16 lystopada 2017 r. № 2210-VIII. *Vidomosti Verkhovnoi Rady Ukrainy*. 2018. № 6-7. St. 38 (in Ukrainian).
10. Uhoda pro asotsiatsiiu mizh Ukrainoiu, z odniiei storony, ta Yevropeiskym Soiuzom, Yevropeiskym spivtovarystvom z atomnoi enerhii i yikhnimy derzhavamy-chlenamy, z inshoi storony [The Association Agreement between Ukraine, on the One Part, and the European Union, the European Atomic Energy Community and Their Member States, on the Other Part]. URL: zakon.rada.gov.ua/laws/show/984_011 (accessed: 15.05.2018) (in Ukrainian).

Cases

11. Hanson Trust PLC v. SCM Corp. (1985) 774 F. 2d 47 <<https://www.courtlistener.com/opinion/2246601/hanson-trust-plc-v-scm-corp/>> accessed 15 May 2018 (in English).
12. Report of the High Level Group Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids (Brussels, 10 January 2002) <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf> accessed 15 May 2018 (in English).
13. Postanova Natsionalnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku Ukrainy № 624-SKh-1-E [Resolution of the National Securities and Stock Market Commission of Ukraine 624-CX-1-E] vid 19 sichnia 2018 r. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/pro-rozglyad-skargi-publchnogo-aktsonernogo-tovaristva-dtek-dnproenergo-vid-30-01-2018-v-8201-18-na-postanovu-pro-nakladennya-sankts-za-2/> (accessed: 15.05.2018) (in Ukrainian).

Bibliography

Authored books

14. Alan J Dignam and David Allen, *Company Law and the Human Rights Act 1998* (Butterworths 2000) (in English).
15. Carney W J, *Merger and Acquisitions. Cases and Materials 15* (Foundation Press 2000) (in English).
16. Johnston Al, *The City Take-over Code* (Oxford University Press 1980) (in English).
17. Kenyon-Slade Stephen, *Mergers and Takeovers in the US and UK: Law and Practice* (Oxford University Press 2004) (in English).
18. Popov A, *Obyazatel'noe predlozhenie: zashchita prav i interesov aktsionerov pri pogloshchenii [Mandatory Offering: Protection of the Rights and Interests of Shareholders during Acquisition]* (Infotropik Media 2012) (in Russian).
19. Skog Rolf, *Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis* (SUERF Amsterdam 1997) (in English).
20. Franks Julian and Mayer Colin and Rossi Stefano, 'Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom' in *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers* (National Bureau of Economic Research Conference Report 2005) (in English).
21. Shitkina I, *Korporativnoe pravo: uchebnyy kurs [Corporate Law: Course of Study]* (KNORUS 2011) (in Russian).

Journal articles

22. Armour J et al 'The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework' (2011) 52 *Harvard International Law Journal* 233 (in English).
23. Johnston An, 'Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code' (2007) 66 *Cambridge Law Journal* 423 (in English).
24. Yoran (Jurkevitz) Aaron, 'Advanced Defensive Tactics Against Takeover Bids' (1973) 21 *Am. J. Comp. L.* 531 (in English).
25. Pepin Michelle, 'Exclusivity of Appraisal – the Possibility of Extinguishing Shareholder Claims, 42 Case' (1992) *W. Res. L. Rev.* 955 <<https://scholarlycommons.law.case.edu/caselrev/vol42/iss3/5>> accessed 15 May 2018 (in English).
26. Stepanov D, 'Pogloshchenie, osushchestvlyаемое putem priobreteniya krupnogo paketa aktsiy, i vytesnenie minoritarnykh aktsionerov' ['Acquisition by Purchase of a Large Shareholding and Squeeze-Out of Minority Shareholders'] (2006) 3 *Khozyaystvo i pravo* 9 (in Russian).

Websites

27. Cooke Stephen, 'Buying out minority shareholders' (*Practical Law*, 2018) <<http://www.practicallaw.com/2-254-3971>> accessed 10 May 2018 (in English).

Thesis abstracts

28. Kibenko O, 'Suchasnyi stan ta perspektyvy pravovoho rehuliuвання korporatyvnykh vidnosyn: porivnialno-pravovy analiz prava YeS, Velykobrytanii ta Ukrainy' ['Current State and Prospects of Legal Regulation of Corporate Relations: Comparative Legal Analysis of the EU, UK and Ukrainian Law'] (dys d-ra yuryd nauk, Natsionalna yurydchnay akademiia Ukrainy im Yaroslava Mudroho 2006) (in Ukrainian).

Oleksandra Kolohoida
Vladyslav Stafiiichuk

THE PROCEDURE OF FORCED SHARE SALE (SQUEEZE-OUT):
LEGISLATION AND LAW ENFORCEMENT PRACTICE

ABSTRACT. Mandatory buyout of securities of minority shareholders at the request of a person (group of persons) holding a dominant controlling interest is an institute new to the theory and practice of national corporate law. In legislations of other countries of the world and in the legal doctrine, the institute of public offering is a mechanism which guarantees to shareholders that their rights are duly observed during redistribution of corporate control and acquisition and which helps maintain the balance of private and public interests in a joint stock company. It is typical for the situations when a public company exits the public market of securities.

The purpose of the article is to analyze the history of the onset and establishment of the institute of public offering in some countries of the world, the mechanism of its implementation into national legislation and the law administration practice, and to formulate proposals for improvement of legal regulation of the procedure according to which public offering is exercised and the mechanism of forming a fair market price of the said buyout.

It is established that regulation of the institute of public offering is closely associated with the concept of corporate control. The authors study two main models regulating the public offering procedure – the British and American ones. The right to forced buyout of shares from other shareholders of a company (squeeze-out) is examined inextricably in connection with the corresponding right granted to minority shareholders, which is to demand that the controlling shareholder buy their shares at a fair price (sell-out).

The authors come to the conclusion that the national model of legal regulation of the procedure of forced share sale (squeeze-out) is based on the British (European) model of regulation of public offering. The targets for its improvement are to abolish the provision establishing the right to retrospective use of the squeeze-out procedure, and also to establish the mechanism for forming of a fair market buyout price, in particular, by introduction of the right of minority shareholder's, investor's reverse claim at the price of public offering, open auction for buyout of minority shareholding, special requirements to appraisers, as well as the mechanism for assessing the market value of a share. The introduction of squeeze-out and sell-out procedures should be preceded by establishment of a public (exchange) stock market in Ukraine. It is proposed to recognize a public irrevocable offering as a unilateral transaction, and public demand – as a non-normative legal act of individual action.

KEYWORDS: public offering; squeeze-out; joint-stock companies; corporate relations; forced sale of shares.