

УДК [347.19+347.7] (477)

Юрій Жорнокуй,

докт. юрид. наук, доцент,

завідувач кафедри цивільного права та процесу

Харківського національного університету внутрішніх справ

ВИКУП АКЦІЙ МАЖОРИТАРНИМ АКЦІОНЕРОМ: ЗА ТА ПРОТИ

Стаття присвячена аналізу положень законодавства та правової доктрини України і країн Європейського Союзу щодо розуміння змісту процедури викупу мажоритарним акціонером акцій міноритарних акціонерів відповідно до механізму *squeeze out* та *sell out*. Зазначено, що відповідна процедура не має одностайної підтримки в юридичній літературі в контексті порушення суб'єктивних прав міноритарних акціонерів у розрізі примусового позбавлення права власності на акції, які є об'єктом власності, що закріплено Конституцією та Цивільним кодексом України. Увага акцентована на трьох окремих процедурах викупу акцій міноритарних акціонерів: а) за результатами придбання значного пакета акцій товариства; б) придбання акцій приватного акціонерного товариства за наслідками придбання контрольного пакета акцій та в) придбання акцій публічного акціонерного товариства за наслідками придбання контрольного пакета акцій або значного контрольного пакета акцій.

Ключові слова: акціонерне товариство, акціонер, акція, викуп акцій, примусовий викуп акцій.

Законодавство низки країн передбачає можливість застосування процедури примусового викупу акцій мажоритарним акціонером та його афілійованими особами у міноритаріїв. Зокрема, така конструкція присутня в англійському, бельгійському, французькому, голландському, німецькому, датському, шведському та польському праві [1, с. 32–38], тобто поширена в країнах ЄС (тринадцята директива) та у багатьох країнах з економікою, що розвивається (наприклад, ст. 80 Закону Російської Федерації «Про акціонерні товариства»).

З прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» відповідна процедура отримала законодавче закріплення й у правовій дійсності України. Однак чи вирішив відповідний нормативний акт всі проблемні питання, пов'язані з викупом акцій у міноритарних акціонерів? Питання, скоріше, риторичне. Навряд чи у найближчому майбутньому будуть вирішені всі питання, що стосуються відповідної процедури, але деяким із них варто приділити увагу.

Метою статті є виявлення позитивних та негативних аспектів процедури викупу акцій мажоритарними акціонерами у міноритарних акціонерів.

Примусовий викуп акцій (від англ. *squeeze out* – «витиснення», «видавлюван-

ня») породжує обов'язковість їх продажу міноритарними акціонерами (без їхньої згоди) мажоритарному акціонеру як завершального етапу придбання ним акцій акціонерного товариства (далі – АТ) за допомогою процедури добровільної або обов'язкової пропозиції, у результаті якої таким мажоритарним акціонером придбано домінуючий пакет акцій (як правило, не менше 90–95% величини статутного капіталу залежно від законодавства конкретної країни).

З прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» відповідна процедура отримала законодавче закріплення і у правовій дійсності України, зокрема, вона передбачається ст. 64–655 вказаного Закону. У ЄС відповідна процедура передбачається Директивою Європарламенту та Ради Європи від 21.04.2004 про пропозиції поглинання. Вказаною Директивою закріплені такі механізми захисту інтересів акціонерів, як:

1) процедура *squeeze out* – право акціонера – власника не менше 90 % акціонерного капіталу товариства – вимагати від інших акціонерів товариства продати йому свої акції за справедливою ціною¹;

2) процедура *sell out* – право акціонера, якому належить решта акцій, вимагати від акціонера-власника не менше 90 % акцій такого АТ викупити решту акцій за справедливою ціною.

Дія процедури викупу мажоритарним акціонером акцій міноритарних акціонерів є доволі складною, оскільки передбачає не одностороннє волевиявлення особи, а гармонізацію інтересів учасників відповідного процесу.

¹На думку А. Жиманьски істотною роллю інституту *squeeze out*, крім нормування його допустимості, є захист майнових інтересів міноритарних акціонерів [2, с. 1–10].

Можливість примусового викупу акцій викликає дискусію як серед практиків, так і серед теоретиків. І для цього є підстави, оскільки позбавлення права власності зачіпає основні права та свободи людини: встановлюється право мажоритарного акціонера в односторонньому позасудовому порядку позбавити міноритарного акціонера належних йому акцій, а також передбачається формальна позасудова процедура позбавлення міноритарного акціонера належних йому акцій без будь-якого врахування його інтересів і без ефективного судового контролю.

Отже, постає питання про захист корпоративних прав та/або інтересів міноритарного акціонера. Видається, що сам правовий механізм примусового викупу акцій спрямований на попередження корпоративного конфлікту та на захист його прав, які внаслідок придбання мажоритарієм значного пакету акцій опиняються під загрозою порушення (і насамперед, право брати участь у розподілі прибутку товариства).

У свою чергу, проблемним є захист прав у разі їх припинення. Вважаємо, що є сенс у такій правовій конструкції, оскільки припинення має свої наслідки. За наведених обставин має місце задоволення майнового інтересу міноритарного акціонера так само, як і під час його вступу до корпоративних правовідносин. Адже інтерес акціонера полягає також у безпеці та збереженні власних інвестицій [3, с. 43].

Закон України «Про акціонерні товариства» закріплює три окремі процедури викупу акцій міноритарних акціонерів: а) за результатами придбання значного пакета акцій товариства (ст. 64); 2) придбання акцій приватного акціонерного товариства за наслідками придбання контрольного пакета акцій (ст. 65) та 3) придбання акцій публічного акціонерного товариства за наслідками придбання контрольного пакета акцій (ст. 651).

Висловлено думку, що застосування зазначеної процедури не може повністю задовольнити інтереси міноритарних акціонерів та, як наслідок, не відповідає публічним інтересам, оскільки міноритарії взагалі залишаються без розміщеного капіталу і натомість отримують готівкові кошти, що не є капіталом [4, с. 126]. Вважається, що примусовий викуп акцій міноритарного акціонера не відповідає нормам Конституції і навіть порушує баланс інтересів, що склався між акціонерами товариства.

Загроза немотивованого позбавлення права власності міноритаріїв із переходом їхніх акцій до мажоритарних акціонерів призводить до незахищеності інвестицій перших. Позбавлення фізичної особи влас-

ності, навіть якщо це здійснюється на підставі закону, зачіпає основні права і свободи людини та громадянина і тому спонукає до встановлення обставин, за умови яких це може бути здійснено. У зв'язку з цим постала проблема аналізу положень ст. 41 Конституції України, за якою кожен має право володіти, користуватися і розпоряджатися своєю власністю і ніхто не може бути протиправно позбавлений права власності, оскільки воно є непорушним (ч. 4). Щодо останнього аспекту ч. 5 ст. 41 Конституції України містить положення про те, що примусове відчуження об'єктів права приватної власності може бути застосоване лише як виняток з мотивів суспільної необхідності, на підставі та в порядку, встановлених законом, та за умови попереднього і повного відшкодування їх вартості. Примусове відчуження таких об'єктів з наступним повним відшкодуванням їх вартості допускається лише в умовах воєнного чи надзвичайного стану.

Отже, потребує відповіді питання про можливість розгляду примусового викупу акцій мажоритарним акціонером «як винятку з мотивів суспільної необхідності». Зрозуміло, що застосування компенсаційних заходів («за умови попереднього і повного відшкодування їх вартості») дещо згладжує конфлікт, який може виникнути в процесі діяльності АТ.

Проте решта аспектів залишаються спірними, зокрема щодо:

1) права законодавця закріпити норми про примусовий викуп акцій міноритарних акціонерів, якщо Конституцією України охороняється право приватної власності та не здійснено жодних протиправних дій власником акцій відповідного АТ;

2) розуміння «мотивів суспільної необхідності»;

3) ціни викупу акцій.

Зауважимо, що щодо деяких категорій суб'єктів (зокрема, корпоративний інвестиційний фонд) такі правила встановлені у спеціальному законодавстві (у нашому прикладі Закон України «Про інститути спільного інвестування»). Однак, наведений приклад має спеціальний (виключний) характер і стосується вузького (спеціалізованого) кола осіб, а проблема існує щодо закріплення загальної норми, яка поширювалась б на всі АТ.

Акти органів судової влади України пояснень із цього приводу не містять, а от Конституційний Суд РФ роз'яснив, що процедура примусового викупу акцій не порушує права акціонерів, гарантовані Конституцією, оскільки право, надане переважаючому акціонеру, забезпечує не лише його приватний інтерес, але й одночасно і публічний інтерес в розвитку АТ в цілому [5].

З позицій Європейської комісії з прав людини примусовий викуп акцій: а) не суперечить положенням Конвенції про захист прав людини і основних свобод; б) під час прийняття нормативних актів такого типу законодавча влада ставить загальну мету – формування системи регулювання, сприятливої для тих інтересів, які потребують, на її думку, найбільшого захисту, що ніяк не пов'язано з розумінням суспільного «інтересу» в його звичайному розумінні у сфері «експропріації» [6, с. 93].

Фактично інститут примусового викупу акцій у вказаному міжнародному акті був виведений за межі поняття «обмеження права власності в публічних інтересах». Це призвело до проголошення права кожної країни встановлювати відповідні правила виходячи з потреб правової політики, без необхідності їх обґрунтування вимогами публічних інтересів, що, звичайно, не надає права державі приймати норми, результатом дії яких є несправедливий і довільний перехід права власності від однієї особи до іншої.

Правовий режим примусового викупу акцій передбачений в актах ЄС, безпосередньо в Директиві Європейського парламенту і Ради від 21 квітня 2004 року № 2004/25/ЄС, яка уніфікувала для країн-учасниць ЄС правила про витіснення міноритарних акціонерів, встановивши визначене граничне значення, досягнення якого може призвести до процедури примусового викупу акцій, передбачивши строки здійснення викупу акцій, а також принципи забезпечення справедливої ціни викупу (ст. 15 та 16 Директиви). Зокрема, примусовий викуп акцій здійснюється як на вимогу мажоритарного акціонера (оферента), так і на вимогу міноритарних акціонерів. Можливість оферента застосувати процедуру примусового викупу акцій об-

межена строком три місяці після закінчення періоду прийняття оферти. Проте особливою є та обставина, що які-небудь строки для здійснення міноритарними акціонерами права вимоги викупу акцій Директивою не передбачені.

Відповідно до законодавства ЄС право мажоритарного акціонера на викуп акцій, а також право вимоги викупу власниками решти цінних паперів виникає в двох випадках: коли оферент досягає граничної межі в розмірі не менше 90 % капіталу, який надає йому права голосу, або коли внаслідок оферти він придбав або твердо прийняв на себе зобов'язання за договором про придбання цінних паперів у розмірі не менше 90 % капіталу, що надає право голосу. Директива дає право державам-учасницям самостійно визначити і закріпити в національному законодавстві граничне значення, але при цьому воно не має перевищувати 95 % капіталу, що надає право голосу².

Є значна кількість публікацій, автори яких виправдовують доцільність уведення процедури примусового викупу акцій у міноритарних акціонерів [7, с. 36-43; 8, с. 11; 9, с. 3-18]. При цьому, як правило, використовується два основні аргументи на підтвердження правильності такого підходу. Перший полягає у констатації факту принципової можливості примусового припинення суб'єктивних цивільних прав. Другим є посилення на норми законодавства інших країн, які в тому чи іншому вигляді допускають можливість примусового викупу акцій у міноритарних акціонерів.

Наведені підходи піддані критиці [10, с. 64-70]. Видається, що спроби довести очевидні речі, як-то можливість примусового припинення суб'єктивних цивільних прав або доцільність використання позитивного закордонного досвіду, позбавлені якої-небудь цінності. Сутність проблеми полягає в тому, наскільки необхідним вітчизняному акціонерному законодавству є інститут примусового викупу акцій у міноритарних акціонерів і яким чином у процесі реалізації його норм будуть захищені суб'єктивні корпоративні права міноритарного акціонера та як це вплине на процедуру попередження можливості виникнення конфліктних ситуацій між мажоритарним та міноритарними акціонерами. Тобто відповідний інститут викликаний до життя необхідністю побудови ефективного корпоративного управління; тоді як системних суперечностей, зумовлених його природою, на рівні основоположних принципів не виявлено [11, с. 117].

У зв'язку із зазначеним головний пріоритет у сфері корпоративних відносин має бути наданий захисту саме приватної власності.

²Наприклад, відповідно до §§ 327а, 327б Закону Німеччини про АТ загальні збори АТ можуть за вимогою акціонера, якому належать акції товариства в розмірі 95% статутного капіталу (головний акціонер), прийняти рішення про передачу головному акціонеру акцій інших акціонерів (міноритарних акціонерів) в обмін на надання відповідного відшкодування готівкою. Головний акціонер визначає розмір відшкодування готівкою; воно має відповідати майновому стану товариства і рівню його доходів на момент прийняття рішення загальними зборами. Правління зобов'язане надати в розпорядження головному акціонеру всі необхідні для цього документи та інформацію. У свою чергу, § 1 Кодексу торговельних товариств Польщі закріплює, що інститут squeeze out застосовується в тому разі, коли мажоритарні акціонери є власниками не менше ніж 95 % акцій у статутному капіталі АТ та цих акціонерів є не більше ніж 5. При цьому кожен із цих акціонерів має окремо бути власником не менше ніж 5 % акцій у статутному капіталі АТ.

Вільний викуп акцій у фізичних та юридичних осіб у примусовому порядку значно обмежує їхню свободу здійснення економічної діяльності і свободу вибору способів та форм розміщення інвестицій. Публічне значення інтересів інвесторів не залежить від розміру їхнього внеску до капіталу товариства і їхньої можливості впливати на прийняття управлінських рішень, оскільки інтерес акціонера вже ґрунтується на розміщених інвестиціях у капітал. Участь в управлінні товариством, як наслідок, є правом, а не обов'язком акціонера. Проте не треба наперед все драматизувати, в контексті відповідного викупу акцій ідеться про обов'язок здійснити пропозицію щодо такого викупу, а аж ніяк не про обов'язок продавати (чи в інший спосіб відчужувати) цінні папери, що підтверджують право на участь в управлінні АТ.

За великим рахунком примусовий викуп акцій не суперечить Конституції України, оскільки 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. Водночас позбавлення прав власності на акції без волевиявлення міноритарних акціонерів навіть за умови справедливої компенсації має бути крайнім заходом, коли вичерпані інші способи для усунення конфлікту інтересів та попередження корпоративного конфлікту. Саме механізм викупу мажоритарним акціонером акцій міноритарних акціонерів дозволяє досягнути рівноваги у правовому захисті інтересів вказаних категорій і, найголовніше, попередити можливість виникнення корпоративних конфліктів через стабілізацію функціонування товариства.

Впровадження права акціонерів (-а), які набули переважну кількість акцій, на придбання решти акцій (squeeze out), безумовно, є корисною ініціативою, що спрямована на вдосконалення корпоративного управління та попередження виникнення корпоративних конфліктів в АТ. Логіка при цьому полягає в тому, що, з одного боку, у великих

АТ у особи, яка прагне здійснити придбання контролю над товариством за допомогою консолідації його акцій, практично немає шансів викупити всі акції, навіть у разі пропозиції вигідної ціни (хоча б просто через наявність «мертвих душ» у реєстрі). З іншого боку, у разі зосередження в руках одного акціонера великого пакета акцій, ліквідність таких акцій значно знижується і міноритаріям практично неможливо реалізувати свої акції за вигідною ціною на фондовому ринку.

Список використаних джерел:

1. Warchol J. The squeeze-out and reverse squeeze-out regulation in European Union. *Przegląd Prawa Handlowego*. 2002. nr. 12. P. 32–38.
2. Szumanski A. Squeeze out of minority shareholders. *Przegląd Prawa Handlowego*. 2001. nr. 11. P. 1–10.
3. Leyens P. Framework for Adequate Shareholder Protection. *European Business Law Review*. 2001. Vol. 12. P. 42–66.
4. Дедов Д. И. Конфликт интересов. М. : Волтерс Клувер, 2004. 288 с.
5. О проверке конституционности отдельных положений статей 74 и 77 Федерального закона «Об акционерных обществах : Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 24 февраля 2004 года № 3-П. Собрание законодательства. 2004. № 9. Ст. 830.
6. Бегаева А. А. Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования / А. А. Бегаева ; отв. ред. Н. И. Михайлов. М. : Инфотропик Медиа, 2010. 256 с.
7. Белов В. А. Вытеснение мноритарных акционеров: произвол «мажоров» или новый институт российского акционерного права? *Законодательство*. 2005. № 2. С. 36–43.
8. Даниленко Є. М. Цивільно-правове регулювання викупу акцій акціонерним товариством в Україні : автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. К., 2015. 20 с.
9. Степанов Д. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение мноритарных акционеров. *Хозяйство и право*. 2006. № 4. С. 3–18.
10. Есеев А. С. К вопросу об институте произвола «мажоров». *Законодательство*. 2005. № 10. С. 64–70.
11. Архипов Д. А. Принудительный выкуп голосующих акций – инструмент непропорционального ограничения прав мноритарных акционеров. Так ли это на самом деле? *Вестник Высшего арбитражного суда РФ*. 2005. № 12. С. 111–130.

Стаття посвячена аналізу положень законодавства і правової доктрини України і стран Європейського Союзу относительно понимания содержания процедуры выкупа мажоритарным акционером акций миноритарных акционеров в соответствии с механизмом *squeeze out and sell out*. Указано, что соответствующая процедура не имеет единогласной поддержки в юридической литературе в контексте нарушения субъективных прав миноритарных акционеров в разрезе принудительного лишения права собственности на акции, являющиеся объектом собственности, что закреплено Конституцией и Гражданским кодексом Украины. Внимание акцентировано на трех отдельных процедурах выкупа акций миноритарных акционеров: а) по результатам приобретения значительного пакета акций общества; б) приобретение акций частного акционерного общества по результатам приобретения контрольного пакета акций и в) приобретение акций публичного акционерного общества по результатам приобретения контрольного пакета акций либо значительного контрольного пакета акций.

Ключевые слова: акционерное общество, акционер, акция, выкуп акций, принудительный выкуп акций.

The article is focused on the analysis of legislation provisions and legal doctrine of Ukraine and the European Union countries regarding the understanding of the content of the procedure for purchasing shares of a minority shareholder by a majority shareholder in accordance with the squeeze out and sell out mechanism. It has been specified that the relevant procedure does not have unanimous support in legal literature in the context of violation of the subjective rights of minority shareholders in terms of forcible deprivation of ownership for shares that are the object of property, which is enshrined in the Constitution and the Civil Code of Ukraine. Special attention is emphasized on three separate procedures for purchasing minority shareholder's shares: a) according to the results of the acquisition of a significant stake of the company; b) acquisition of shares of a private joint-stock company according to the results of the acquisition of controlling share; and c) acquisition of shares of a public joint-stock company according to the results of the acquisition of controlling share or a significant controlling share.

Key words: joint-stock company, shareholder, share, purchase of shares, forced purchase of shares.

