

13.04.2018 – 19.04.2018, № 14

*АКТУАЛЬНО*

## **МТО, sell-out и squeeze-out: тонкости практического применения**

Знали ли вы, что по состоянию на апрель 2018 года в Украине существует 14629 акционерных обществ и, по разным данным, около 8000000 миноритарных акционеров? Это приблизительно 547 акционеров на каждое акционерное общество. И это не портфельные инвесторы.

Вышеуказанная проблема имеет исторический характер и вызвана, среди прочего, провальными результатами массовой приватизации 1990-х гг., когда акционерами приватизированных предприятий стали миллионы украинцев. Полученная ими доля акционерного капитала не приносила каких-либо ощутимых материальных выгод в виде дивидендов и не давала возможности принимать реальное участие в корпоративном управлении акционерным обществом (далее – АО), что отрицательно влияло на ликвидность акций.

К счастью, в последние годы законодатель всерьез занялся реформированием законодательства об АО. В частности, на это повлияло подписание Украиной [Соглашения об ассоциации с Европейским Союзом](#) в 2014 году (далее – Соглашение). Среди прочего, [ст. 387 Соглашения](#) предусматривала обязанность Сторон "сотрудничать по вопросам защиты прав акционеров и дальнейшего развития политики корпоративного управления в соответствии с международными стандартами, а также по вопросам постепенного сближения с правилами и рекомендациями ЕС в этой сфере". Таким образом, Украина на международном уровне продемонстрировала готовность к решительным изменениям национального права АО в пользу сближения с развитыми традициями европейского *acquis communautaire*.

В качестве одного из таких изменений 23 марта 2017 года был принят [Закон Украины "О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно повышения уровня корпоративного управления в акционерных обществах" № 1983-VIII](#) (далее – Закон), который ввел в национальную правовую систему механизмы squeeze-out и sell-out, а также усовершенствовал процедуру выкупа акций новым контролирующим акционером по требованию остальных акционеров (англ. – mandatory tender-offer, далее – МТО).

Неоднократно протестировав указанные инструменты на практике, в данной статье мы хотим поделиться опытом их применения, а также обратить внимание на особенности, которые стоит учитывать при проведении вышеупомянутых процедур.

**МТО**

Процедура МТО была предусмотрена еще в самой первой редакции [ст. 65 Закона Украины "Об акционерных обществах"](#) (далее – Закон об АО), однако отсутствие каких-либо санкций за ее несоблюдение (кроме гипотетических штрафов от регулятора) определенным образом снижало положительный эффект. Этот опыт был учтен при подготовке [Закона](#), которым [ст. 65 Закона об АО](#) была изложена в новой редакции. Кроме того, Закон об АО был дополнен [ст. 65<sup>1</sup>](#), отдельно регулирующей процедуру МТО для публичных АО.

### ***Порядок проведения расчетов***

В редакции [Закона об АО](#) до принятия [Закона](#) порядок оплаты определялся акционером, приобретшим контрольный пакет акций – 50+1 акция (далее – Контролирующий акционер) в публичной безотзывной оферте, что автоматически ставило такого акционера в более выгодную позицию по отношению к миноритарным акционерам (далее – Миноритарии). Более того, механика расчетов, предусмотренная [ч. 5 ст. 65 Закона об АО](#) в редакции до принятия [Закона об изменениях](#), была слишком неопределенной. В частности, данная норма:

- (1) не предусматривала очередности выполнения сторонами обязательств;
- (2) содержала достаточно размытую для украинского права формулировку касательно обязанности Миноритария совершить "все действия, необходимые для приобретения контролирующим акционером права собственности на акции";
- (3) не устанавливала сроки передачи акций в пользу Контролирующего акционера.

[Закон](#) адресовал данный вопрос, предусмотрев, что расчеты между новым Контролирующим акционером и требующим выкупа Миноритарием обязательно должны происходить с применением принципа "поставка ценных бумаг против оплаты".

Данный принцип реализуется посредством привлечения (как правило, Контролирующим акционером) торговца ценными бумагами, который, в свою очередь, привлекает ПАО "Расчетный центр по обслуживанию договоров на финансовых рынках" (далее – Расчетный центр)<sup>1</sup>, имеющее исключительные полномочия на осуществление расчетов по данному принципу согласно [ст. 15 Закона Украины "О депозитарной системе Украины" № 5178-VI от 6 июля 2012 года](#) и п. 13 Раздела I Положения о клиринговой деятельности, утвержденного [решением Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку \(далее – Комиссия\) от 26 марта 2013 года № 429](#).

---

<sup>1</sup> Создан в 2013 году на базе ЧАО "Всеукраинский депозитарий ценных бумаг" по инициативе НБУ.

В рамках расчетов с применением данного принципа Расчетный центр резервирует необходимую сумму на банковском счете покупателя и блокирует акции на счете в ценных бумагах продавца, таким образом гарантируя надлежащее выполнение сторонами сделки их обязательств.

### ***Оценка ценных бумаг***

Стоит обратить внимание на абз. 3 [ч. 2 ст. 65<sup>1</sup> Закона об АО](#), которым предусмотрена обязанность наблюдательного совета (далее – Набсовет) публичного АО (или исполнительного органа, если создание Набсовета не предусмотрено уставом) на протяжении пяти рабочих дней со дня получения информации о приобретении новым акционером контрольного пакета акций утвердить цену приобретения акций.

Порядок и способы определения цены акций для целей выкупа указаны в [ч. 3 ст. 65<sup>1</sup> Закона об АО](#), которая отсылает нас к [ст. 8 Закона об АО](#). В случае если акции эмитента являются ликвидным

инструментом (случай нечастый), и в их отношении можно рассчитать средний биржевой курс <sup>2</sup>, то проблем со временными затратами на проведение оценки возникнуть не должно, – каждая из пяти ныне действующих лицензированных фондовых бирж <sup>3</sup> предоставляет оперативные данные о среднем биржевом курсе (или его отсутствии) в течение 1 – 2 рабочих дней с момента подачи эмитентом (или другим заинтересованным лицом) соответствующего письменного запроса в электронной форме.

---

<sup>2</sup> Порядок определения биржевого курса акций эмитентов предусмотрен [решением НКЦБФР № 933 от 03.07.2015 г.](#)

<sup>3</sup> <http://www.nssmc.gov.ua/stock-exchanges/>

Но как поступать, если объем сделок с акциями эмитента за 3 последних месяца не позволяет зафиксировать средний биржевой курс? В таком случае Набсовет (или исполнительный орган, если создание Набсовета не предусмотрено уставом) обязан привлечь профессионального субъекта оценочной деятельности (оценщика), который подготовит отчет об оценке акций. Оценка акций непредвзятыми оценщиками, как правило, занимает от 15 до 25 рабочих дней.

Ввиду указанного выше своевременное соблюдение требований абз. 3 ч. 2 ст. 65 <sup>1</sup> Закона об АО является достаточно затруднительным, поскольку требует скоординированных и заранее осуществленных действий АО, нового контролирующего акционера и оценщика. Проведение оценки до приобретения акций новым Контролирующим акционером несет определенные финансовые риски для АО, поскольку в случае, если сделка по приобретению акций не состоится, затраты АО на оценку не будут оправданы.

Отдельно следует упомянуть об особенностях проведения оценки после вступления в силу [Закона Украины "О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно упрощения ведения бизнеса и привлечения инвестиций эмитентами ценных бумаг"](#) от 16 ноября 2017 года № 2210-VIII (далее – Закон об изменениях).

В частности, [Закон об изменениях](#) предусматривает, что все эмитенты, совершившие публичное размещение ценных бумаг до вступления его в силу, считаются не осуществлявшими публичное предложение ценных бумаг (кроме эмитентов, обнародовавших уведомление об обратном), и к таким АО применяются положения [Закона об АО](#) в части регулирования частных АО. Исключение составляют эмитенты, акции которых *находятся в листинге* по состоянию на день вступления в силу Закона об изменениях ([п. 4 Переходных положений Закона об изменениях](#)).

[Закон](#) предусматривает, что листингом является совокупность процедур по включению ценных бумаг в *реестр фондовой биржи* ([п. 9 ч. 1 ст. 1 Закона Украины "О ценных бумагах и фондовом рынке"](#)). В то же время законодательство определяет биржевой реестр как составляющую *биржевого списка*, содержащую информацию касательно листинговых ценных бумаг ([пп. 5 п. 2 Раздела I Положения о функционировании фондовых бирж](#)).

Таким образом, если акции АО не являются листинговыми ценными бумагами, но находятся в биржевом списке, в рамках процедур МТО к ним применяются положения [ст. 65](#). Последняя, будучи применимой к частным АО, устанавливает обязанность провести оценку акций профессиональным оценщиком в соответствии со [ст. 8 Закона об АО](#), которая, в свою очередь, предусматривает, что рыночная стоимость эмиссионных ценных бумаг, пребывающих в обращении на фондовых биржах, определяется как средний биржевой курс таких ценных бумаг за последние три месяца их обращения.

Здесь возникает логичный вопрос: каким образом все-таки определять стоимость ценных бумаг в такой ситуации – согласно данным независимой оценки или среднему биржевому курсу?

Ответ на этот вопрос, найденный в процессе практического применения указанных норм, звучит

следующим образом: оценку будет проводить оценщик, но при этом она будет основана на информации о среднем биржевом курсе.

## Sell-out

Право Миноритариев требовать выкупа собственником контрольного доминирующего пакета акций – 95 % + простых именных акций (далее – Доминирующий акционер) закреплено, в частности, в ст. 16 Директивы Европейского Парламента и Совета № 2004/25/ЕС от 21 апреля 2004 года, положения которой являются обязательными для имплементации в законодательствах государств – членов ЕС и желательными для Украины в силу [ст. 387 Соглашения](#).

Несмотря на всю прогрессивность [Закона](#), он содержит ряд положений, которым следует уделять особое внимание при структурировании приобретения контрольного доминирующего пакета акций.

В частности, при приобретении контрольного доминирующего пакета акций Доминирующий акционер обязан также проходить процедуру МТО. Данное требование обусловлено тем, что в [ч. 9 ст. 65](#) и [чч. 10 и 11 ст. 65<sup>1</sup> Закона об АО](#), где содержится перечень исключений из общего правила о применении МТО, *не предусмотрено* приобретение доминирующего контрольного пакета акций в качестве исключения.

Одновременное применение процедур МТО и sell-out, не говоря об их аналогичной экономической сущности, провоцирует конфликт между разными положениями [Закона об АО](#), а именно:

- Миноритарии могут принять оферту в рамках процедуры МТО и в то же время требовать выкуп по процедуре sell-out;
- Доминирующий акционер будет обязан подать в Комиссию уведомление о приобретении контрольного пакета акций в порядке [ч. 2 ст. 65](#) или [ч. 2 ст. 65<sup>1</sup> Закона об АО](#), а также уведомление о приобретении доминирующего контрольного пакета акций в порядке [ч. 1 ст. 65<sup>2</sup> Закона об АО](#);
- цена выкупа акций определяется на основании двух разных статей [Закона об АО](#), несмотря на их схожесть.

В этой связи в рамках одного из проектов мы обратились с запросом на предоставление разъяснений в Комиссию.

В индивидуальном разъяснении Комиссия подтвердила необходимость одновременно соблюдать требования [ст. 65](#) или [ст. 65<sup>1</sup>](#) и [ст. 65<sup>3</sup> Закона об АО](#), при этом напомнив о двойной цене выкупа акций в случае нарушения императивных требований законодательства. *Dura lex, sed lex* (лат. – Суров закон, но это закон).

Особого внимания заслуживает вопрос продолжительности действия права Миноритариев требовать принудительного выкупа акций Доминирующим акционером. Парадокс состоит в том, что этот срок не предусмотрен [Законом об АО](#). Таким образом, каждый Миноритарий в течение любого промежутка времени может потребовать у нового Доминирующего акционера выкупа его акций по процедуре sell-out. Кроме того, что данная ситуация оставляет Миноритариям простор для злоупотребления правом, она фактически приводит к тому, что Доминирующий акционер должен на протяжении неопределенного срока резервировать часть ликвидности для выкупа акций, что ограничивает его возможность свободно распоряжаться средствами.

Стоит также обратить внимание на неопределенность в вопросе расчетов. [Закон об АО](#) в части регулирования sell-out предусматривает обязанность Миноритария "осуществить все необходимые действия" для приобретения новым Доминирующим акционером права собственности на акции, не

устанавливая при этом сроки осуществления таких действий. При этом закрепленная в Законе об АО механика расчетов по принципу "деньги вперед" не позволяет Доминирующему акционеру предложить более безопасные способы расчетов (например, эскроу-счет или расчет по принципу "поставка ценных бумаг против оплаты").

## Squeeze-out

С момента вступления в силу Закона Комиссия и Национальный банк Украины (далее – НБУ) приложили достаточно много усилий для обеспечения фактической возможности реализовать право Доминирующего акционера на принудительное приобретение оставшихся <5 % акций, принадлежащих Миноритариям. В частности, 18 декабря 2017 года Правление НБУ приняло постановление "Об утверждении изменений в некоторые нормативно-правовые акты Национального банка Украины" № 133, которым был урегулирован порядок открытия, использования и закрытия эскроу-счетов (более детальная информация касательно эскроу-счетов – в статье "*Использование эскроу-счета в корпоративных транзакциях*"). Кроме этого, 10 августа 2017 года Комиссия приняла решение "О внесении изменений в Положение о раскрытии информации эмитентами ценных бумаг" № 603, регулирующее порядок и форму уведомлений Доминирующего акционера о приобретении права собственности на доминирующий контрольный пакет акций, а уже решением от 5 сентября 2017 года № 662 Комиссия утвердила форму и объем информации, которая должна предоставляться Доминирующим акционером в публичном безотзывном требовании в ходе реализации процедуры squeeze-out.

Казалось бы, что еще требуется для успешной реализации процедуры принудительного выкупа? Действительно, большинство проблемных вопросов, волновавших экспертное сообщество, теперь решены путем адаптации подзаконных актов под реализацию Закона.

Тем не менее, хотим акцентировать внимание на некоторых нерешенных вопросах, способных помешать эмитентам и Доминирующим акционерам воспользоваться положениями ст. 65<sup>2</sup> Закона об АО:

– "*Мертвые души*". Реформа законодательства об АО 2008 – 2009 гг. предусматривала необходимость дематериализации всех акций украинских эмитентов, что неразрывно связано с обязанностью каждого акционера открыть себе счет в ценных бумагах в одном из депозитарных учреждений (хранителей). Соответствующая обязанность также закреплена в п. 10 Заключительных и переходных положений Закона Украины "О депозитарной системе Украины" от 6 июля 2012 года № 5178-VI. Несмотря на это, миллионы<sup>4</sup> Миноритариев до сих пор не открыли счета в ценных бумагах.

<sup>4</sup> <https://ukurier.gov.ua/uk/articles/yak-probuditi-splyachih-akcioneriv/>

Такая ситуация может значительно затруднить полноценную реализацию процедуры squeeze-out.

– *Эскроу-расходы*. В стремлении защитить права Миноритариев на получение справедливой цены за акции законодатель в ч. 13 ст. 65<sup>2</sup> Закона об АО обязал Доминирующего акционера не только открыть эскроу-счет и перечислить на него надлежащую сумму денежных средств, но и поддерживать его существование в течение трех лет. Таким образом, Доминирующему акционеру следует учитывать возможные издержки на продолжительное обслуживание эскроу-счета.

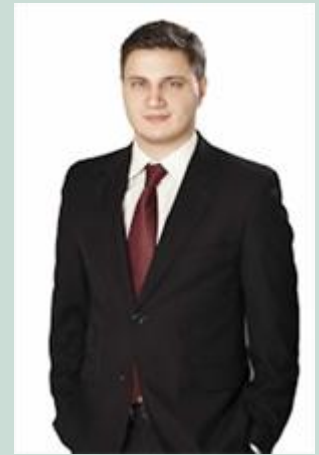
## ВЫВОД:

Введение процедур МТО, sell-out и squeeze-out является еще одним шагом

в сторону развития корпоративного законодательства. При последующих правильных корректировках нормативной базы данные инструменты способны дать мощнейший импульс для развития корпоративного управления в АО и, как следствие, появления в Украине полноценного фондового рынка.

В то же время при прохождении указанных процедур необходимо учитывать и хеджировать множество рисков – от достаточно жестких сроков до возможных недобросовестных действий сторон в процессе расчетов.

**Ильгар Гахраманов,  
юрист  
Sayenko Kharenko**



**Николай Лихогляд,  
младший юрист  
Sayenko Kharenko**



© ООО «Информационно-аналитический центр «ЛИГА», 2018.

© ООО «ЛИГА ЗАКОН», 2018.