

## ПРОБЛЕМИ ЕКСПЕРТНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ ВИЗНАЧЕННЯ ВАРТОСТІ АКЦІЙ В ЕКСПЕРТНИХ УСТАНОВАХ МІНІСТЕРСТВА ЮСТИЦІЇ УКРАЇНИ (НА ПРИКЛАДАХ ІЗ СУДОВОЇ ПРАКТИКИ)

### PROBLEMS OF EXPERT RESEARCH DETERMINATION OF THE VALUE OF SHARES IN EXPERT INSTITUTIONS OF THE MINISTRY OF JUSTICE OF UKRAINE (BASED ON EXAMPLES FROM COURT PRACTICE)

Белкін Л.М., к.т.н., старший науковий співробітник,  
адвокат

У статті розглядається практика виконання експертних досліджень визначення справедливої вартості акцій в експертних установах Міністерства юстиції України на прикладах із судової практики вирішення спорів щодо здійснення процедур обов'язкового продажу акцій міноритарними акціонерами на вимогу особи або групи осіб, яка (які) набула (набули) право власності на домінуючий контрольний пакет акцій акціонерного товариства (95 %) (так званий «сквіз-аут», «squeeze-out»). Такі експертизи призначаються судами, як правило, в експертних установах Міністерства юстиції України. Однак практика свідчить про те, що такі експертизи здійснюються з грубими порушеннями норм матеріального права у сфері оціночної діяльності. Практично експерти налаштовані на максимальне заниження оціночної вартості акцій в інтересах мажоритарних власників. Надії про належний захист інтересів міноритарних акціонерів на підставі судових експертиз не справдилися. При цьому мають місце очевидні і безспірні порушення: використання позабіржових цін при порівняльному підході; здійснення оціночної експертизи взагалі без прив'язки до будь-якого методичного підходу, який згаданий в Національних стандартах; визнання справедливою ціни «сквіз-ауту» відповідно до балансу одного з акціонерів – юридичних осіб; використання формул та коефіцієнтів, які призначені для конкурентних методів продажу акцій; використання даних за період після дати оцінки; неправильне формування вихідних даних; ігнорування майнового підходу до оцінки вартості акцій тощо. Наголошено, що підготовка висновків експертів щодо оцінки вартості акцій емітентів в процедурах «сквіз-аут» повинна здійснюватися з використанням правових позицій, викладених у Постанові Верховного Суду від 15.06.2022 р. у справі № 905/671/19, з пріоритетом майнового підходу за даними балансу

**Ключові слова:** обов'язковий продаж, «сквіз-аут», експертиза, ціна акцій, майновий підхід, дохідний підхід, порівняльний підхід, чисті активи.

The article examines the practice of carrying out expert research on the determination of the fair value of shares in expert institutions of the Ministry of Justice of Ukraine using examples from the judicial practice of resolving disputes regarding the implementation of procedures for the compulsory sale of shares by minority shareholders at the request of a person or group of persons who acquired the right ownership of the dominant controlling block of shares of the joint-stock company (95 %) (the so-called «squeeze-out»). Such examinations are appointed by courts, as a rule, in expert institutions of the Ministry of Justice of Ukraine. However, practice shows that such examinations are carried out with gross violations of material law norms in the field of evaluation activities. Practically, experts are determined to maximally understate the estimated value of shares in the interests of the majority owners. Hopes for proper protection of the interests of minority shareholders on the basis of forensic examinations did not come true. At the same time, there are obvious and indisputable violations: the use of over-the-counter prices in a comparative approach; carrying out evaluation examination without reference to any methodical approach, which is mentioned in the National Standards; recognition of the fair price of the «squeeze-out» in accordance with the balance sheet of one of the shareholders – legal entities; the use of formulas and coefficients that are intended for competitive methods of selling shares; use of data for the period after the date of assessment; improper formation of initial data; ignoring the property approach to stock valuation, etc. It is emphasized that the preparation of experts' opinions on the valuation of issuers' shares in «squeeze-out» procedures should be carried out using the legal positions set forth in the Supreme Court Resolution of June 15, 2022 in case № 905/671/19, with the priority of the property approach according to balance data

**Key words:** mandatory sale, squeeze-out, examination, share price, property approach, income approach, comparative approach, net assets.

**Актуальність проблеми.** Визначення вартості акцій шляхом проведення судових експертиз найбільш гостро постало останнім часом у зв'язку із масовим здійсненням в Україні процедур обов'язкового продажу акцій міноритарними акціонерами на вимогу особи (групи осіб), яка (які) набула(и) право власності на домінуючий контрольний пакет акцій акціонерного товариства (95 %) [1] (так званий «сквіз-аут», «squeeze-out»). В судових спорах з приводу правильності визначення ціни акцій при такому примусовому продажу суди, як правило, призначають проведення судових експертиз в експертних установах Міністерства юстиції України як, здавалося б, установах з найбільш кваліфікованим штатом експертів. Однак досвід судової практики свідчить про те, що вказані сподівання не справджуються. Вказані експертизи проводяться із суттєвим порушенням норм про судові експертизи і експертні дослідження у даній сфері, з грубим порушенням норм процесуального права, що продиктовано очевидним прагненням понизити ціну продажу (викупу) акцій і, відповідно, не дозволяє ефективно захистити права міноритарних акціонерів. У зв'язку із викладеним, у даній статті ставиться питання аналізу типових вад таких експертиз та формулювання пропозицій щодо нівелювання їх наслідків.

**Аналіз наукових джерел і публікацій.** Процедура «сквіз-аут» запроваджена Законом України (ЗУ) від 23.03.2017 № 1983-VIII (далі – ЗУ № 1983-VIII) «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах», яким (законом) запроваджена стаття 65-2 ЗУ «Про акціонерні товариства», яка, власне, регламентує та дозволяє вимагати обов'язковий продаж акцій. У зв'язку із відносною новизною ця процедура ще не отримала системного осмислення в Україні, з урахуванням українських реалій. Зокрема, у статті [2] зазначено, що законодавство про сквіз-аут повною мірою не відповідає на всі питання, що виникають під час застосування цієї процедури, а єдиної судової практики не було сформовано з огляду на нещодавність впровадження такого права [2, с. 164] (публікація травня 2019 р.). Разом із тим, процедури «сквіз-ауту» 2017-2019 рр. надали чітке уявлення про те, що фактично законодавство про «сквіз-аут» явно виписано в інтересах мажоритарних власників; без будь-яких гарантій для міноритарних власників; з явною невідповідністю європейським традиціями «сквіз-ауту», які нібито імплементувалися; примусовий продаж на практиці вимагався і здійснювався із очевидним заниженням ціни обов'язкового продажу [3-10]. Зокрема, відомий

спеціаліст фондового ринку В. Король називає прийнятий ЗУ № 1983-VIII «неконституційним законом, продавливим під олігархів» [9] та «спонуканням до подарунку олігархам найбідніших верств населення» [10].

В інтерв'ю 28.12.2018, тобто, коли вже пройшла більшість процедур «сквіз-ауту», у тому числі, і найбільш привабливих емітентів, тодішній Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) – головного лобіста ЗУ № 1983-VIII [10] – Т.З. Хромаєв заявив<sup>1</sup> (мовою оригіналу): «...*все еще нет достаточно четкой и понятной системы ценообразования на акции при сквиз-ауте*... практика показала, что порой качество независимой оценки было очень низким. Мы провели вместе с Фондом госимущества ревизию оценок, по итогам которой были инициированы и санкции, и административные действия к оценщикам со стороны Фонда, который является их регулятором. НКЦБФР выступала в судах и представляла информацию о качестве оценок тем, кто ее запрашивал». Тобто, «сквіз-аут» йшов повним ходом і фактично по найбільш привабливим акціонерним товариствам пройшов, а НКЦПФР так і не дізналася, як правильно оцінювати акції. Або, як правильно наголошував В. Король (мовою оригіналу), «если у вас не отлажен механизм справедливой оценки акций по принудительному выкупу, то почему этот закон был предложен, усиленно проталкивался и был внесен в Раду?» [10].

В подальшому, у пунктах 7.31, 7.33 Постанови від 24.11.2020 року у справі № 908/137/18, за позовом бувших міноритарних акціонерів Публічного акціонерного товариства «ДТЕК Дніпроенерго», які (акціонери) втратили свої акції внаслідок процедури «сквіз-аут», до «покупця» цих акцій – Товариства з обмеженою відповідальністю «ДТЕК ПАУЕР ТРЕЙД», – провадження № 12-106гс19, Великої Палати Верховного Суду зазначено<sup>3</sup>:

*«7.31. Велика Палата Верховного Суду зазначає, що запровадження нормативного регулювання, при якому, залежно від обраного способу визначення ціни акцій<sup>4</sup>, їх вартість може відрізнятися в разі, не може гарантувати отримання міноритарним акціонером в усіх випадках справедливої компенсації за обов'язковий продаж акцій, та відповідно, дотримання у таких відносинах критерію пропорційності втручання у право власності.*

*7.33. ... процедура примусового викупу акцій відповідно до статті 65-2 Закону України «Про акціонерні товариства» є таким правочином, в якому особа, яка володіє домінуючим контролним пакетом акцій, може впливати на спосіб визначення ціни акцій та набуває право власності на них унаслідок виконання вимог, визначених зазначеною нормою, тоді як міноритарний акціонер втрачає право власності на акції за відсутності свого волевиявлення, без будь-якого впливу на визначення ціни, та за відсутності законодавчого механізму здійснення спеціального контролю з боку суду або Комісії».*

Тут цікаво зазначити, що у даній справі № 908/137/18 брала участь НКЦПФР у якості третьої особи на боці відповідача, яка, за висловом Голови Комісії Т.З. Хромаєва, «виступала в суді і представляла інформацію о качестве оценок тем, кто ее запрашивал», при цьому беззастережно підтримувала сторону відповідача, фактично не знаючи, за висловом того ж Т.З. Хромаєва, як правильно визначати ціни при «сквіз-ауті».

У пункті 5.33 Постанови від 17.02.2021 року у справі № 905/1926/18 Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду (далі – КГС) вказано<sup>5</sup>: «Ухвалюючи рішення про затвердження ринкової ціни

акцій<sup>6</sup> у 13,13 грн., члени наглядової ради усвідомлювали, що така вартість акцій є несправедливою. Суди попередніх інстанцій не перевірили належним чином аргументи позивача про явну (очевидну для будь-якої розумної особи) невідповідність затвердженої наглядовою радою ціни акцій їх справедливій (ринковій) вартості<sup>7</sup>.

Згідно ч. 5 ст. 41 Конституції України, примусове відчуження об'єктів права приватної власності може бути застосоване лише як виняток з мотивів суспільної необхідності, на підставі і в порядку, встановлених законом, та за умови попереднього і повного відшкодування їх вартості<sup>8</sup>.

В таких умовах правової невизначеності щодо факту саме повного відшкодування вартості вилучених акцій суди призначали експертизу, як правило, як зазначено вище, в експертних установах Міністерства юстиції України. Однак сподівання на отримання об'єктивних та кваліфікованих висновків експерта (експертів) практично ніколи не справджувалися.

Варто зазначити, що раніше вже оприлюднювалися певні публікації щодо недовіри до експертних висновків експертних установ Міністерства юстиції України [11]. Узагальнення ж експертних висновків таких установ щодо визначення експертним шляхом вартості акцій в процедурах «сквіз-аут» системно підтверджують наявність підстав для такої недовіри.

**Мета роботи** – узагальнення негативної практики виконання експертних досліджень визначення вартості акцій в експертних установах Міністерства юстиції України (на прикладах із судової практики) задля формування рекомендації щодо уникнення відповідних вад таких експертів.

**Результати досліджень.** Згідно пункту 1 ч. 1 ст. 99 Господарського процесуального кодексу України, для з'ясування обставин, що мають значення для справи, де необхідні спеціальні знання у сфері іншої, ніж право, без яких встановити відповідні обставини неможливо, суд за клопотанням учасника справи або з власної ініціативи призначає експертизу у справі. Згідно ч. 1 ст. 101 Господарського процесуального кодексу України, учасник справи має право подати до суду висновок експерта, складений на його замовлення.

Аналогічні норми містяться і в інших процесуальних кодексах України.

Відповідно до пункту 1.5 Інструкції про призначення та проведення судових експертиз та експертних досліджень, затвердженої Наказом Міністерства юстиції України від 08.10.1998 № 53/5 (у редакції наказу Міністерства юстиції України від 26.12.2012 № 1950/5) (далі – Інструкція № 53/5), проведення експертиз, експертних досліджень з оцінки майна здійснюється на умовах і в порядку, передбачених ЗУ «Про судову експертизу», з урахуванням особливостей, визначених ЗУ «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» (далі – ЗУ «Про оцінку майна...») щодо методичного регулювання оцінки майна. Отже, проведення експертиз та експертних досліджень з оцінки майна здійснюється на умовах і в порядку, передбачених нормативними актами з оціночної діяльності.

Згідно ч. 4 ст. 4 ЗУ «Про оцінку майна...», діяльність судових експертів, пов'язана з оцінкою майна, здійснюється на умовах і в порядку, передбачених ЗУ «Про судову експертизу», з урахуванням особливостей, визначених цим Законом щодо методичного регулювання оцінки цього майна. Згідно ч. 1 ст. 10 ЗУ «Про оцінку майна...», оцінка майна проводиться на підставі договору між суб'єктом

<sup>1</sup> <https://bin.ua/top/229329-timur-xromaev-mnogie-krichat-zrada-i-ganba-v.html>

<sup>2</sup> Напівжирним шрифтом виділено автором статті

<sup>3</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/93336732>

<sup>4</sup> Тут і далі напівжирним шрифтом виділено автором статті

<sup>5</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/95573646>

<sup>6</sup> Акції Приватного акціонерного товариства (далі – ПрАТ) «Авдіївський коксохімічний завод» («АКХЗ»)

<sup>7</sup> Напівжирним шрифтом виділено автором статті

<sup>8</sup> При цитуванні нормативно-правових актів тут і далі напівжирним шрифтом виділено автором статті

оціночної діяльності – суб'єктом господарювання та замовником оцінки або на підставі ухвали суду про призначення відповідної експертизи щодо оцінки майна.

Варто зазначити, що ця норма є певною мірою застарілою в частині нібито неможливості замовлення експертизи стороною судової справи в порядку ч. 1 ст. 101 Господарського процесуального кодексу України.

Згідно ч. 1 ст. 9 ЗУ «Про оцінку майна...», методичне регулювання оцінки майна здійснюється у відповідних нормативно-правових актах з оцінки майна: положеннях (національних стандартах) оцінки майна, що затверджуються Кабінетом Міністрів України<sup>9</sup>, методиках та інших нормативно-правових актах, які розробляються з урахуванням вимог положень (національних стандартів) і затверджуються Кабінетом Міністрів України або Фондом державного майна<sup>10</sup> України. Тобто, якщо в Інструкції № 53/5 міститься пряме посилання щодо методичного регулювання оцінки майна нормативними актами у сфері оцінки майна, то таке методичне регулювання оцінки майна здійснюється національними стандартами, які є обов'язковими для врахування експертами.

За змістом пунктів 1.4, 4.12 Інструкції № 53/5, під час проведення експертиз (експертних досліджень) з метою виконання певного експертного завдання експертами застосовуються відповідні методи дослідження, методики проведення судових експертиз з Реєстру методик проведення судових експертиз, який ведеться відповідно до Порядку ведення Реєстру методик проведення судових експертиз, затвердженого наказом Міністерства юстиції України від 02.10.2008 року № 1666/5, зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 02.10.2008 року за № 924/15615 (далі – Порядок № 1666/5).

За таких умов слід наголосити, що свого часу Харківським науково-дослідним інститутом судових експертиз ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса розроблена «Методика комплексних експертних досліджень визначення вартості акцій підприємств», в подальшому зареєстрована 29.01.2016 року в Міністерстві юстиції України, реєстраційний код 0.1.18 [12]. Зокрема, у пункті 186 Постанови від 15.06.2022 року у справі № 905/671/19 Верховного Суду у складі суддів Палати для розгляду справ щодо корпоративних спорів, корпоративних прав та цінних паперів КГС вказано<sup>11</sup>: «Верховний Суд доходить до висновку про можливість визначити вартість однієї акції за балансовою вартістю чистих активів ПрАТ "АКХЗ" у розмірі 54,3 грн. за одну акцію на підставі розрахунків, зроблених позивачем за формулою, викладеною у розділі 3.6 "Визначення вартості акцій за балансовим методом" Методики комплексних експертних досліджень визначення вартості акцій підприємств, яка зареєстрована в Міністерстві юстиції 29.01.2016, реєстраційний номер 0.1.18, і не спростованих відповідачем у цій справі». Отже, Методика [12] визначена легітимним джерелом права щодо оцінки вартості акцій.

Як свідчить досвід здійснення експертиз та експертних досліджень вартості акцій при проведенні процедур «сквіз-аут», як оцінювачі (на етапі підготовки до «сквіз-ауту»), такі і експерти (на етапі судових проваджень) в інтересах мажоритарного власника прагнуть таким чином обрати метод оцінки акцій, щоб максимально занизити вартість акцій. Разом із тим, згідно пункту 3 Національного стандарту № 1 (далі – НС-1) «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», затвердженого Постановою КМУ від 10.09.2003 № 1440, частки (паї, акції) належать до фінансових інтересів. Пунктом 38 НС-1 передбачено, що для проведення оцінки майна застосовуються такі основні методичні підходи: витратний (**майновий** – для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі **фінан-**

**сових інтересів**); дохідний; порівняльний. При цьому **підстави відмови від будь-якого підходу** чітко визначені в абзаці 2 пункту 37 НС-1: **повна відсутність чи недостовірність** необхідних для оцінки вихідних даних про об'єкт оцінки та іншої інформації... За таких умов оцінювачі та/або експерти, як правило, роблять вигляд, що у них відсутня необхідна інформація для реалізації майнового підходу. Натомість у пункті 38 НС-1 як раз саме **майновий підхід** прив'язується для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі **фінансових інтересів**.

Відповідно до пункту 10 Національного стандарту № 3 (далі – НС-3) «Оцінка цілісних майнових комплексів», затвердженого постановою КМУ від 29.11.2006 р. № 1655, метод накопичення активів полягає у визначенні чистої вартості активів цілісного майнового комплексу. Чиста вартість активів цілісного майнового комплексу визначається як різниця між вартістю активів та вартістю його зобов'язань, визначених на дату оцінки відповідно до вимог пункту 11 цього Стандарту. **Отже, безумовною перевагою майнового підходу є те, що вартість цілісного майнового комплексу визначається за чіткими балансовими критеріями, об'явленими самим акціонерним товариством, без будь-яких суб'єктивних припущень і міркувань.**

Відповідно до пункту 11 НС-3, оцінка активів та зобов'язань на дату оцінки проводиться з урахуванням таких особливостей:

*необоротні активи в частині основних засобів, нематеріальних активів, незавершеного будівництва, довгострокових фінансових вкладень оцінюються з використанням бази оцінки, що відповідає ринковій вартості або неринковим видам вартості, вибір та визначення яких здійснюються відповідно до вимог національних стандартів;*

*необоротні активи в частині довгострокової дебіторської заборгованості та відстрочених податкових активів оцінюються з урахуванням строку їх повернення (погашення, відшкодування) та ймовірності такого повернення (погашення, відшкодування);*

*поточна дебіторська заборгованість оцінюється з урахуванням строку її повернення (погашення, відшкодування) та ймовірності такого повернення (погашення, відшкодування);*

*матеріальні оборотні активи (запаси, товари) у разі, коли їх поточна вартість еквівалентна вартості, що відображена у бухгалтерському обліку, оцінюються виходячи з вартості таких активів, що відображена в бухгалтерському обліку, в інших випадках – виходячи з їх ринкової вартості або вартості ліквідації, якщо ринкова вартість не перевищує вартість ліквідації;*

*довгострокові та поточні фінансові інвестиції оцінюються виходячи з їх ринкової вартості;*

*векселі одержані оцінюються виходячи з їх ринкової вартості з урахуванням строку та ймовірності їх погашення;*

*поточна вартість довгострокових та поточних зобов'язань залежно від їх виду визнається такою, що дорівнює вартості, відображеній у бухгалтерському обліку, або розраховується шляхом дисконтування сум (основний борг, відсотки), що підлягають погашенню у відповідних періодах, за обґрунтованою для кожного із зобов'язань ставкою дисконту.*

Під час визначення оціночної вартості цілісного майнового комплексу нормативно-правовими актами з оцінки можуть передбачатися інші вимоги щодо оцінки активів та зобов'язань.

Отже, за цими нормами чиста вартість активів (вартість чистих активів) **завжди** визначається як різниця між вартістю активів та вартістю зобов'язань, але з поправками, переліченими у пункті 11 НС-3.

З цього приводу в тексті Окремої думки судді Верховного Суду Кондратової І.Д. до Постанови від

<sup>9</sup> Далі також КМУ

<sup>10</sup> Далі також ФДМУ

<sup>11</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/104987465>



17.02.2021 року у справі № 905/1926/18 Верховного Суду у складі колегії суддів КГС (пункти 36, 37) зазначено<sup>12</sup>: «Окрім того, треба визнати, що існує ризик, що виконання вказівки Суду у цій справі визначити саме **ринкову** вартість чистих активів товариства потребуватиме збору значної кількості інформації, залучення фахівців з оцінки різних активів, суттєве збільшення як вартості оцінки, так і часу її проведення, що може призвести до неможливості проведення експертизи, та як наслідок визначення розміру збитків. Тому, зі свого боку, я вважаю за краще – якщо і застосовувати майновий підхід за визначеної Судом формулою, то виходити слід з **балансової** (а не ринкової) вартості чистих активів».

Ця позиція повністю заслуговує на підтримку, – і навіть не тому, що визначення саме **ринкової** вартості чистих активів товариства потребуватиме збору значної кількості інформації, залучення фахівців з оцінки різних активів, суттєве збільшення як вартості оцінки, так і часу її проведення, а тому, що у випадку складання акціонерним товариством балансу за міжнародними стандартами бухгалтерського обліку і фінансової звітності показники вартості активів та пасивів за балансом автоматично враховують поправки пункту 11.

Так, перелічені у пункті 11 складові балансу можна умовно поділити на 3 групи: необоротні активи в частині основних засобів, нематеріальних активів, незавершеного будівництва; фінансові активи та зобов'язання (дебіторська та кредиторська заборгованості, фінансові інвестиції, цінні папери, у тому числі векселі); матеріальні оборотні активи (запаси, товари).

Згідно ч. 6 ст. 12-1 ЗУ «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні», підприємства, які відповідно до законодавства складають фінансову звітність та консолідовану фінансову звітність за міжнародними стандартами, зобов'язані **забезпечити ведення бухгалтерського обліку** відповідно до облікової політики **за міжнародними стандартами** після подання першої фінансової звітності або консолідованої фінансової звітності за міжнародними стандартами, що визнається такою у порядку, визначеному міжнародними стандартами.

Згідно пункту 32 Міжнародного стандарту бухгалтерського обліку 16 (МСБО 16) «Основні засоби», справедливую вартість землі та будівель, як правило, визначають на основі ринкових свідчень **за допомогою експертної оцінки**, що її, як правило, здійснюють професійні оцінювачі. Справедливою вартістю машин та обладнання є, як правило, їхня ринкова вартість, визначена за допомогою експертної оцінки.

Згідно ч. 2 ст. 7 ЗУ «Про оцінку майна...», проведення оцінки майна є обов'язковим у випадку, зокрема, переоцінки основних фондів для цілей бухгалтерського обліку.

Таким чином, бухгалтерський облік необоротних активів у балансі по міжнародним стандартам автоматично здійснюється відповідно до норм та правил оцінки майна (див. також публікацію [13]).

Фінансові активи обліковуються за міжнародними стандартами з урахуванням строків їх повернення (погашення, відшкодування) та ймовірності такого повернення (погашення, відшкодування) **шляхом дисконтування** за Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФЗ) 7 «Фінансові інструменти: розкриття інформації» та МСФЗ 9 «Фінансові інструменти», а також МСБО 32 «Фінансові інструменти: подання».

Так, у Постанові від 29.07.2020 року у справі № 640/4003/19, адміністративне провадження № К/9901/35662/19, Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного адміністративного суду вказано<sup>13</sup>: «...для правильного вирішення даного спору суду першої інстанції

*необхідно встановити, чи на дату балансу, а саме станом на 31 грудня 2017 року, зобов'язання за договорами позики були довгостроковими чи короткостроковими, оскільки від цього залежить, чи підлягають зобов'язання дисконтуванню, чи ні. Крім того, суду необхідно перевірити правильність здійснення розрахунку дисконтування... Позивач як на підставу для задоволення позовних вимог посилається на те, що відсутня методологія нарахування дисконтування. Колегія суддів вказані посилання вважає безпідставними, оскільки існують загальні методи здійснення розрахунку дисконтування, а саме Міжнародні стандарти для розрахунку дисконту».*

Тобто, підходи у бухгалтерському обліку фінансових активів та зобов'язань повністю відповідають вимогам щодо поправок, викладених у пункті 11 НС-3.

Відповідно до пунктів 9, 10 МСБО 2 «Запаси», запаси оцінюють за меншою з таких двох величин: собівартість та чиста вартість реалізації. Собівартість запасів повинна включати всі витрати на придбання, витрати на переробку та інші витрати, понесені під час доставки запасів до їх теперішнього місцезнаходження та приведення їх у теперішній стан.

Відповідно до пункту 9 Національного положення (стандарту) бухгалтерського обліку 9 (П(С)БО 9) «Запаси», затвердженого Наказом Міністерства фінансів України від 20.10.99 № 246, зареєстрованим в Міністерстві юстиції України 02 листопада 1999 р. за № 751/4044, первісною вартістю запасів, що придбані за плату, є собівартість запасів, яка складається з таких фактичних витрат: суми, що сплачуються згідно з договором постачальнику (продавцю) за вирахуванням непрямих податків; суми ввізного мита; суми непрямих податків у зв'язку з придбанням запасів, які не відшкодовуються підприємству; транспортно-заготівельні витрати; інші витрати, які безпосередньо пов'язані з придбанням запасів і доведенням їх до стану, в якому вони придатні для використання у запланованих цілях. До таких витрат, зокрема, належать прямі матеріальні витрати, прямі витрати на оплату праці, інші прямі витрати підприємства на доопрацювання і підвищення якісно технічних характеристик запасів. Отже, порівняння вимог до обліку запасів за МСБО 2 та П(С)БО 9 свідчать про те, що цей облік щодо запасів не відрізняється і відповідає пункту 11 НС-3 (оцінюються виходячи з вартості таких активів, що відображена в бухгалтерському обліку).

Таким чином, наведений аналіз свідчить, що у випадку складання акціонерним товариством балансу за міжнародними стандартами бухгалтерського обліку і фінансової звітності вартість активів та пасивів за балансом автоматично враховує поправки пункту 11, а тому розрахунок вартості акцій за чистими активами по такому балансу повністю відповідає вимогам пункту 11 НС-3. До аналогічного висновку приходять і експерт, доктор економічних наук І.В. Педь в експертному висновку, виконаному на замовлення міноритарного акціонера у судовій справі № 910/4732/21.

Що стосується положень і вимог Методики [12], то необхідно наголосити на такому.

Перш за все, слід вказати, що на стор. 121 Методики [12] зазначено: «В умовах багаторічної стабільності вартість чистих активів була достатньо надійним індикатором реальної вартості підприємства. Глобально вартість підприємства можна розглядати як суму двох складових – чистої вартості активів і гудвілу. Чиста вартість активів може бути визначена як **"власність акціонерів (засновників)"**. Вона складається з суми вартості всіх елементів, що вносять позитивний внесок в загальну вартість (аналог активу балансу), і суми всіх елементів, що вносять негативний внесок у вартість цілого (аналог пасиву балансу)». Тобто, **представники міноритарних акціонерів** абсолютно праві, коли стверджують, що внаслідок «сквіз-ауту» **У НИХ** вилучили майно, вартість

<sup>12</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/95744228>

<sup>13</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/90755213>

якого дорівнює (не менше) вартості чистих активів акціонерного товариства.

Отже, вартість чистих активів на одну акцію може бути критерієм справедливості ціни викупу акцій: така ціна не може бути нижчою, ніж опосередкована вартість майна, що вилучається.

На стор. 100 Методики [12] спеціально наголошено: «У багатьох випадках балансова вартість вважається са́мою консервативною оцінкою, і в цьому випадку вона може застосовуватися для оцінювання нижньої межі вартості акцій». Отже, ціна викупу акцій не може бути нижче вартості акцій за балансом. **Тобто, застосування показника чистих активів прямо відповідає нормативно-правовим актам з оціночної діяльності, ТОБТО МОЖЕ ТЛУМАЧИТИСЯ ЯК РИНКОВА ЦІНА, а з іншого боку, цей показник встановлює нижню межу можливої ціни «викупу» акцій.**

При цьому слід ще раз наголосити, що консервативність ціни заважає жонглювати показниками ціни в інтересах замовників-мажоритарних власників, і ця ціна повинна розглядатися як нижня межа оцінки.

На стор. 15 Методики [12] визначені головні завдання експертного визначення ринкової вартості акцій підприємств, серед яких, зокрема, визначені такі завдання: встановлення дійсної ринкової ціни акцій; встановлення відповідності ціни реалізації та придбання акції на вторинному ринку її ринковій ціні; **встановлення відповідності ціни акцій ринковій ВАРТОСТІ ЧИСТИХ АКТИВІВ підприємства.**

Крім того, на стор. 101 Методики вказано, що «в Україні при оцінюванні акцій балансова вартість часто виступає на перший план, що пов'язано з відсутністю об'єктивної інформації для використання інших методів».

На стор. 122 Методики [12] зазначено: «Чиста вартість активів підприємства – це різниця між реальною (відновною) вартістю його активів і поточною оцінкою його зобов'язань. Логіка така: власники, погасивши заборгованість підприємства, дістають можливість повністю розпоряджатися сумою його активів, що залишилася, на свій розсуд.

Чиста вартість активів – це частина вартості підприємства, яка відноситься до елементів вартості підприємства, що підлягають ідентифікації, тобто тим, які підлягають інвентаризації (піддаються інвентаризації через свою природу); це відноситься не тільки до матеріальних, але й до нематеріальних активів, які можуть бути точно ідентифіковані, наприклад: права користування, торгові марки, патенти, ліцензії тощо). Але чиста вартість активів, що ідентифікуються, не є ще вартість підприємства як цілого. Загальна вартість підприємства включає й елемент майбутнього доходу. Існує різниця між вартістю підприємства та чистою вартістю активів, що ідентифікуються, яку називають гудвіл.

Гудвіл – це різниця між поточною вартістю майбутніх доходів від володіння підприємством і конкретною чистою вартістю активів».

**Таким чином, чиста вартість активів, дійсно, є мінімальною межею оцінки. Ця межа може збільшуватися за рахунок гудвілу (вартості бізнесу).**

На стор. 99 Методики [12] використана формула: «ринкова вартість чистих активів товариства поділена на загальну кількість простих акцій товариства».

Важливе застереження міститься на стор. 123 Методики [12]. Зазначається, що орієнтиром оцінки є загальні принципи оцінки активів, викладені в Міжнародних Стандартах оцінки (МСО). При цьому більшість акціонерних товариств складає баланси по міжнародним стандартам звітності. Отже, складені баланси дають правильне уявлення про вартість чистих активів акціонерних товариств в розумінні пунктів 10, 11 НС-3.

Таким чином, висновки про необхідність порівняння будь-якої отриманої розрахункової ціни акцій з вартістю чистих активів на одну акцію є правильними. **Ця вартість чистих активів є мінімально можливою оцінкою.**

Варто також зазначити, що історично захист інтересів міноритарних акціонерів на підставі експертиз при викупі емітентом акцій започаткований саме на засадах майнового підходу. Так, у Постанові Рівненського апеляційного господарського суду від 02.05.2018 року по справі № 902/790/16<sup>14</sup>, залишеній без змін Постановою від 18.07.2018 року Верховного Суду у складі колегії суддів КГС<sup>15</sup>, чітко зазначено наступне: «Згідно з висновком експертів ... сукупна вартість активів Відповідача станом на 24 березня 2016 року складає 18.004,00 тис. грн.; загальна ринкова вартість чистих активів Відповідача станом на 24 березня 2016 року складає 17.032 тис. грн.; загальна ринкова вартість акцій емітента Відповідача, кількістю 249.028 штук станом на 24 березня 2016 року складає 17.032 тис. грн.; загальна ринкова вартість акцій кількістю 18.330 емітента Відповідача, що належать Позивачу, станом на 24 березня 2016 року складає 1.264,77 тис. грн.»<sup>16</sup>.

Таким чином, вартість акцій для їх викупу визначена за вартістю чистих активів майновим підходом. Уникнення використання майнового підходу здійснюється саме на замовлення мажоритарних власників, зацікавлених у проведенні процедур викупу **якнай дешевше**, хоча законодавці для цього немає жодних підстав.

В статті автора [14] здійснене порівняння, як практично співвідносяться фактичні ціни примусового «викупу» з вартістю чистих активів на 1 акцію відповідних емітентів (таблиця 1):

При цьому дані про активи ПрАТ «МК «Азовсталь» та ПрАТ «МК імені Ілліча» наведені у Меморандумі випуску Єврооблігацій компанії «METINVEST B.V.» у якості критеріїв гарантій погашення облігацій, а дані про активи обленерго використовуються останніми для обґрунтування РAB-тарифів відповідно до статті 9 ЗУ «Про природні монополії», тобто для отримання додаткових доходів [14, с. 62]. Отже, за критерієм вартості чистих активів «сквіз-аут» щодо наведених емітентів не можна вважати справедливим.

Розглянемо тепер, як вирішується це питання в конкретних експертизах.

1. Експерт Харківського науково-дослідного інституту судових експертиз<sup>17</sup> ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса Аніщенко О.В. склав висновок № 942 від 24.02.2020 року за результатами проведення судової економічної експертизи за заявою Генерального директора ПрАТ «Український графіт» про проведення судової економічної експертизи по господарський справі № 908/3492/19 за позовом ПрАТ «КІНТО» до відповідачів ПрАТ «Українській Графіт» та фізичної особи – «покупця» акцій у процедурі «сквіз-аут» щодо визначення ринкової вартості акцій ПрАТ «Українській Графіт».

В процесі здійснення експертизи експерт повністю відхилив майновий підхід і дохідний підходи. Майновий підхід експерт відхилив, оскільки, на його думку, «для визначення ринкової вартості активів, потрібно провести комплексний аналіз і детальну оцінку (бажано різними способами) ринкової вартості всіх будівель, споруд, передавальних пристроїв, машин та обладнання, незавершеного будівництва, коригування дебіторської заборгованості і запасів станом на дату оцінки акцій, що зазвичай в рамках роботи по ретроспективній оцінці акцій проводити недоцільно, оскільки таке дослідження вимагає невідповідно великих витрат часу і ресурсів та не надає об'єктивних результатів в зв'язку з неможливістю встановлення в повному обсязі даних щодо переліку та технічного стану майна підприємства в минулому пері-

<sup>14</sup> <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/73835444>

<sup>15</sup> <http://www.reyestr.court.gov.ua/Review/75560122>

<sup>16</sup> Напівжирним шрифтом виділено автором статті

<sup>17</sup> Далі – НДІСЕ – Науково-дослідний інститут судових експертиз

Таблиця 1

Найменування емітента	Заявник публічної безвідкличної вимоги («покупець»)	Фактична ціна «викупу» 1 акції, грн.	Вартість чистих активів на 1 акцію, грн.	Заниження, разів
ПрАТ «МК «Азовсталь»	BARLENCO LTD	0,564	9,114	16,16
ПрАТ «МК імені Ілліча»	Той самий	0,08	2,506	31,33
ПрАТ «Український графіт»	Фізична особа	3,35 <sup>1</sup>	52,77	15,75
АТ «Житомиробленерго»	ТОВ «ВС Груп Менеджмент»	1,67	58,41	34,97
АТ «Чернівціобленерго»	Той самий	1,66	34,10	20,54

оді». Разом із тим, таке обґрунтування є неправомірним. По-перше, оскільки емітент складає звіт на міжнародними стандартами фінансової звітності, то, як зазначено вище, усі перерахунки балансової вартості необоротних активів були зроблені в момент переходу до складання такої звітності. Усі інші показники балансу залишалися незмінними. Отже, експерт повинен був поррахувати вартість акцій за балансом, яка, як свідчать дані з таблиці 1, складає 52,77 грн. По-друге, згідно ч. 1 ст. 102 Господарського процесуального кодексу України, матеріали, необхідні для проведення експертизи, експерту надає суд, якщо експертиза призначена судом, *або учасник справи, якщо експертиза проводиться за його замовленням*. Тобто, обов'язок надання усіх необхідних документів у даній експертизі покладалася на замовника експертизи. Однак експерт зробив усе, щоб «обґрунтувати» більш низьку ціну.

Звернемо при цьому увагу, що експерт Харківського НДІСЕ ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса повністю проігнорував у цій частині положення Методики [12], яка (Методика) розроблена тим самим Харківським НДІСЕ ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса

Експерт відхилив також дохідний підхід, оскільки визнав, що на підставі існуючих даних він не в змозі побудувати достовірних моделей оцінки.

За таких умов у експерта «залишився» порівняльний підхід, до реалізації якого експерт підійшов вкрай суперечливо і з порушенням норм оцінки.

Так, на стор. 15 висновку експерт вказує: «Зважаючи на специфіку оцінюваного<sup>18</sup> об'єкту, відсутність на дату проведення експертного дослідження друкарських<sup>19</sup> публікацій і лістингів, продажів об'єктів зі схожими характеристиками ... за минулі роки, підбір даних про аналоги порівняльних продажів об'єктів з даними характеристиками, технічним станом і місцерозташуванням є ускладненим, оцінка ринкової вартості по порівняльному підходу в цьому **не проводилася**»<sup>20</sup>.

Однак в подальшому експерт вирішив реалізувати порівняльний підхід шляхом порівняння вартості акцій самих із собою, що само по собі є прямим порушенням НС-3. Так, згідно абзацу 2 пункту 27 НС-3, загальним для методів порівняльного підходу є етап формування *переліку подібних* цілісних майнових комплексів, що використовуватимуться як об'єкти порівняння, та збирання інформації про них. Отже, порівняльний підхід полягає саме у **порівнянні** з іншими акціями. Порівняння сам із собою не є застосуванням порівняльного підходу.

Крім того, згідно абзацам 2, 3 пункту 28 НС-3, ринкова капіталізація цілісного майнового комплексу визначається як добуток ринкового курсу однієї акції акціонерного товариства, що існує або може бути створене на базі оцінюваного цілісного майнового комплексу, на загальну кількість акцій такого товариства. Ринковий курс однієї акції визначається виходячи з даних про продаж (пропонування) акцій акціонерного товариства *на фондових біржах та в позабіржових торговельно-інформаційних системах*. Однак експерт бере для так званого «порів-

няння» ціни акцій, які склалися на позабіржовому ринку, що також є принциповим порушенням, оскільки ціни позабіржового ринку не є репрезентативними і можуть формуватися під впливом суб'єктивних чинників, а не ринкового ціноутворення. Так, пункт 29 НС-3 передбачає так званий метод ринкових угод, який дозволяє використовувати ціни позабіржового ринку, але при цьому мова повинна йти про еквівалентність ринкової вартості цілісного майнового комплексу цінам продажу **подібних** цілісних майнових комплексів або цінам продажу та цінам пропонування їх корпоративних часток, **що характеризуються певними правами контролю**. Тобто, в такому випадку повинні братися до уваги виключно великі корпоративні частки, а не такі, розмір яких не досягає 0,35 % статутного капіталу.

При цьому для експертного висновку про ціну акцій взяті наступні показники з позабіржових угод (таблиця 2):

З таблиці видно, що умови, у яких були отримані ціни, які взяті до уваги при експертизі, і самі ціни носять абсолютного непорядкований, випадковий характер і явно виконували певні цілі при укладанні конкретних правочинів. Експерт зазначає, що ціна акцій в період січень 2016 року – січень 2019 року коливалася в діапазоні від 0,1 грн. за 1 акцію до 3,35 грн. за 1 акцію, а найбільш значні пакети акцій реалізовувалися за середньозваженою ціною 3,35 грн. за 1 акцію. Останнє твердження носить спірний характер, оскільки за ціною 3,35 грн. за 1 акцію продавалися як пакети акцій обсягом 56418 штук чи 94700 штук, так і (останнім в часі) – пакет з 21 (!) акцій, у той час, як найбільш крупний пакет складав 250000 штук, але продавався за ціною 0,2541 грн. При цьому «сквіз-аут» здійснювався щодо 2.777.185 штук, а отже пакети акцій, взяті в розрахунок при експертизі, є абсолютно не репрезентативними.

Таким чином, висновок експерта від 24.02.2020 року за результатами проведення судової економічної експертизи № 942 ґрунтується на абсолютно суб'єктивних припущеннях експерта, не відповідає вимогам пунктів 27, 28 НС-3 щодо застосування порівняльного підходу, а також вимогам Методики [12] щодо необхідності порівняння з вартістю чистих активів на одну акцію, хоча ця Методика розроблена самим же Харківським НДІСЕ.

2. Експерт Національного наукового центру «Інститут судових експертиз ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса» Сабадаш І.В. склала висновок № 7341 від 14.04.2021 року експерта за результатами проведення судової економічної експертизи за заявою в.о. Генерального директора ПрАТ «Український графіт» про проведення судової економічної експертизи по господарській справі № 908/3492/19 за позовом ПрАТ «КІНТО» до відповідачів ПрАТ «Український Графіт» та фізичної особи – «покупця» акцій у процедурі «сквіз-аут» щодо визначення ринкової вартості акцій ПрАТ «Український Графіт».

При цьому при здійсненні даної експертизи експерт взагалі ухилилася від визначення того, який (які) методичний(і) підхід(и) використовувався (використовувалися): майновий, дохідний чи порівняльний, що саме по собі є порушенням пункту 1.5 Інструкції № 53/5. Замість цього експерт вказав (стор. 5 висновку експерта), що «при

<sup>18</sup> Так у тексті висновку

<sup>19</sup> Так у тексті висновку

<sup>20</sup> Непівжирним шрифтом виділено автором статті



Таблиця 2

Дата виконання договору	25.01.16	30.03.16	31.05.16	25.11.16	13.05.17	18.10.17	03.11.17	28.12.17	27.04.18
Кількість акцій	17	250000	21	2000	4000	14384	56418	3737	94700
Ціна, грн. за 1 акц.	1,47	0,2541	0,886	0,63	0,58	3,17	3,35	0,580	3,35

  

Дата виконання договору	24.05.18	31.05.18	04.06.18	22.06.18	27.08.18	18.01.19
Кількість акцій	14637	14384	2500	253	9000	21
Ціна, грн. за 1 акц.	0,45	0,3975	0,1	0,4	0,3	3,35

проведенні дослідження судовий експерт застосовував метод документальної перевірки і співставлення наданих на дослідження документів, відповідно до методики: «Методи, способи та прийоми, які використовуються при проведенні судово-економічних експертиз» за реєстраційним кодом 11.0.08.

Однак при цьому експерт не врахував той факт, що відповідно до методики 11.0.08, ця методика регламентує судово-економічну експертизу, яка ґрунтується на дослідженні **слідів відображення** і закономірності утворення в документах інформації щодо господарської та фінансово-економічної діяльності підприємств і організацій всіх форм власності. Об'єктами такої експертизи є: а) первинні і зведені документи (накладні; податкові накладні; акти прийому-передачі; касові ордери; платіжні доручення; чеки; квитанції; платіжні відомості; митні декларації (ВМД); інвентаризаційні описи тощо); б) облікові реєстри (головні книги; касові книги; журнали-ордери; відомості аналітичного обліку; картки складського обліку; реєстри податкових накладних тощо); в) бухгалтерська, фінансова, податкова і статистична звітність (товарні звіти матеріально-відповідальних осіб; касові звіти; авансові звіти; баланс; звіт про фінансові результати; звіт про рух грошових коштів; звіт про власний капітал; податкові декларації тощо).

Тобто, предметом такого дослідження є документи як такі, а не об'єкти матеріального світу, відображені у таких документах.

За таких умов квінтесенцією так званого Висновку № 7341 є твердження про те, що справедливою ціною акцій є балансова вартість акцій, **за якою акція обліковується у балансі конкретного акціонера** (стор. 12-14 Висновку). Не вдаючись у сумнівне обґрунтування цього твердження, наголосимо, що таке твердження означає, що у процедурі «сквіз-аут» для **КОЖНОГО** акціонера-юридичної особи повинна бути визначена **СВОЯ** ціна обов'язкового продажу. А от яка ціна обов'язкового продажу повинна бути встановлена для фізичної особи, взагалі невідомо, оскільки фізична особа не складає балансу.

При цьому на стор. 13 Висновку зазначено, що «відповідно до норм глави 21 ГК<sup>21</sup> України, вільні ціни визначаються суб'єктами господарювання самостійно **за згодою сторін**, а у внутрішньогосподарських відносинах – також за рішенням суб'єкта господарювання». Натомість у процедурах «сквіз-ауту» **ніякої згоди сторін не передбачається і навіть не припускається**.

Крім того, на стор. 15 Висновку «експерт» стверджує, що «вартість однієї акції в контрольному пакеті має велику ціну, у порівнянні з ціною акції в пакеті, оскільки **міноритарний пакет акцій не дозволяє його власникам** (міноритарним акціонерам), одноособово чи колективно, вирішальним або суттєвим чином дієво впливати на участь в управлінні акціонерним товариством». Тобто, «експерт» наполягає на застосуванні контрольної знижки, що прямо суперечить правовій позиції, висловленій у згаданій вище Постанові від 17.02.2021 року у справі

№ 905/1926/18 Верховного Суду (КГС) і підтвердженій у згаданій вище Постанові від 15.06.2022 року у справі № 905/671/19 Верховного Суду у складі суддів Палати для розгляду справ щодо корпоративних спорів, корпоративних прав та цінних паперів КГС.

При цьому «експерт» ігнорує власну розробку Харківського НДІСЕ ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса – Методику [12], – відповідно до якої «у багатьох випадках балансова вартість вважається самою консервативною оцінкою, і в цьому випадку вона може застосовуватися **для оцінювання нижньої межі вартості акцій**». «Експерт» визнав «справедливою» ціну акцій ПрАТ «Український графіт» в 1,58 грн., тобто ще нижче, ніж у висновку експерта від 24.02.2020 року № 942.

3. Експерти Дніпропетровського науково-дослідного інституту судових експертиз (ДніпроНДІСЕ) Кушакова Н.О., Лисенко А.М., Захарченко В.В. склали висновок № 5550/5551-21 від 11.02.2022 року за результатами проведення комплексної комісійної судової економічної та оціночно-будівельної експертизи по господарській справі № 908/3492/19. Експертиза призначена ухвалою від 09.06.2021 Господарського суду Запорізької області<sup>22</sup>, – попри наявність у матеріалах справи описаних вище висновків експертів від 24.02.2020 № 942 та від 14.04.2021 № 7341. Очевидно, суддя щось підозрював щодо неналежних висновків попередніх зазначених експертів. При цьому Господарський суд Запорізької області експертною установою повідомлено, що питання, яке поставлене на вирішення експертизи, стосується оцінки акцій ПрАТ «Український графіт» і може бути вирішено у ДніпроНДІСЕ комплексною експертизою, до виконання якої залучено експерта, який має свідоцтво оцінювача, видане ФДМУ. Натомість, дана так звана «комплексна» експертиза нічого додатково не прояснила, оскільки за своєю змістовною частиною повністю повторила висновок експерта від 24.02.2020 № 942, – як в частині цифрового матеріалу, так і в частині застосування/незастосування методичних підходів. Досягненню істини не допомогли ані більш розлоге викладенні теоретичного матеріалу, ані посилання на Методику [12], з якої, втім не зроблено жодного висновку, ані залучення до виконання експертизи експерта, який має свідоцтво оцінювача, ані надання експертизі статусу оціночно-будівельної, де від «будівельних» знань не використано нічого. Шляхом «порівняння» цін на акції самих із собою, при чому з позабіржового ринку (див. табл. 2), експерти Кушакова Н.О., Лисенко А.М., Захарченко В.В. **знову підігнали** ціну акцій ПрАТ «Український графіт» до заниженого показника у 3,35 грн., що у 15,75 разів нижче вартості чистих активів на одну акцію (див. табл. 1), і такий висновок суперечить Методиці [12].

4. Експерт Національного наукового центру «Інститут судових експертиз ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса» Хомутенко О.В. склав висновок № 28187 від 01.02.2022 року за результатами проведення судової економічної експертизи за матеріалами господарської справи № 910/4732/21 на підставі ухвали господарського суду м. Києва від 02.09.2021 р.

<sup>21</sup> Господарський кодекс

<sup>22</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/97762892>

у цій справі<sup>23</sup>. На вирішення цієї експертизи судом було поставлено наступні питання:

1) Чи відповідає ринковій вартості вартість однієї простої іменної акції ПрАТ «Запоріжжкокс» (у складі пакетів загальної кількості 100 % від статутного фонду) станом на 02.03.2018 ринковій вартості, яка визначена у звіті про оцінку вартості, складеного ТОВ «Оціночний стандарт» 05.03.2018?

2) Яка ринкова вартість однієї простої іменної акції ПрАТ «Запоріжжкокс» (у складі пакетів загальної кількості 100 % від статутного фонду) станом на 02.03.2018?

Натомість при проведенні експертизи експерт вирішив, що його метою є:

а) обґрунтування відмови від майнового підходу;

б) спростування необхідності визначати вартість акції у складі пакетів загальної кількості 100 % від статутного фонду (капіталу);

в) обґрунтування застосування знижки на відсутність контролю внаслідок проведення «сквіз-ауту» щодо пакету акцій обсягом 4,82 % акцій;

г) в межах застосування дохідного та порівняльного методичних підходів обмежитися виключно перевіркою арифметичних розрахунків (стор. 16 Висновку експерта), виконаних у звіті про оцінку акцій, складеному ТОВ «Оціночний стандарт» 05.03.2018, при цьому ухилився від виконання одного з головних завдань **експертного визначення ринкової вартості акцій підприємств**, а саме: **встановлення відповідності ціни акції ринковій ВАРТОСТІ ЧИСТИХ АКТИВІВ підприємства** (Методика [12]), хоча по тексту висновку посилається на цю Методику.

По тексту висновку експерт обґрунтовує відмову від використання майнового підходу відсутністю фінансової звітності емітента станом на дату оцінки – 02.03.2018 р. Однак це обґрунтування є неправомірним.

По-перше, експерт навмисно проігнорував, що у таких випадках застосовується припущення, що фінансові показники несуттєво змінюються від останньої звітної дати до дати поточної оцінки. Більше того, при використанні інших методичних підходів експерт все одно застосовував це припущення, використовуючи фінансові показники на останню звітну дату.

По-друге, як видно з тексту Висновку експерта (стор. 2), експерт направляв клопотання на надання для проведення експертизи балансу ПрАТ «Запоріжжкокс» станом на 02.03.2018 року, однак така фінансова звітність експерту не надана. Згідно абзацу 5 пункту 1.13 Інструкції № 53/5, у разі невиконання клопотань експерта щодо надання додаткових матеріалів, ... матеріали справи повертаються органу (особі), який (яка) призначив(ла) експертизу (залучив(ла) експерта), із зазначенням мотивованих причин **неможливості її проведення**. Отже, не отримавши запитаних матеріалів, якщо з якихось причин експерт визнає за неможливе враховувати фінансову звітність на останню звітну дату, експерт повинен був визнати **неможливість проведення експертизи**. При цьому слід наголосити, що згідно ч. 1 ст. 13 ЗУ «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні», звітним періодом для складання фінансової звітності є календарний рік. Проміжна фінансова звітність складається за результатами першого кварталу, першого півріччя, дев'яти місяців. Крім того, відповідно до облікової політики підприємства фінансова звітність **може складатися за інші періоди**. Отже, фінансова звітність на будь-яку дату є юридично легітимним документом, який передбачений чинним законодавством України, і при сучасних засобах бухгалтерського обліку така звітність може бути легко складена на будь-яку дату одним натисканням клавіші.

При визначенні вартості акцій ПрАТ «Запоріжжкокс» станом на 02.03.2018 р. (у складі пакетів загальною

кількістю 4,82 % від статутного фонду) експертом було застосовано метод ринкових мультиплікаторів у рамках порівняльного підходу (стор. 15 Висновку експерта), яким передбачено визначення вартості однієї акції акціонерного товариства виходячи з вартості акцій компанії-аналогів. Однак, всупереч абзацу 3 пункту 28 НС-3 (як це вже описано вище), експерт взяв у розрахунок ціну акцій ПрАТ «Свраз Южкокс» як компанії-аналогу, яка сформована на позабіржовому ринку. Отже, розрахунок виконаний на підставі недостовірних даних.

Спростовуючи необхідність визначати вартість акції у складі пакетів загальної кількості 100 % від статутного фонду (капіталу) та обґрунтовуючи застосування знижки на відсутність контролю внаслідок проведення «сквіз-ауту» щодо пакету акцій обсягом 4,82 % акцій, експерт взагалі взявся не за свою справу, оскільки не мав і не має повноважень вирішувати питання права. З цього приводу в подальшому, у згаданій вище Постанові від 15.06.2022 року у справі № 905/671/19 Верховного Суду (пункт 175) вказано:

*«175. Усуваючи розбіжності у судовій практиці, Палата вважає за необхідне уточнити правові висновки щодо застосування статей 8 та 65-2 Закону "Про акціонерні товариства", які містяться у постановях від 16.02.2021 у справі № 910/8714/18 та від 17.02.2021 у справі № 905/1926/18 таким чином, що:*

*– при визначенні ринкової (справедливої) вартості акцій оцінці підлягає 1 акція у 100 % пакеті акцій (оцінка цілісного майнового комплексу товариства), а не у міноритарному пакеті;*

*– у зв'язку з цим має бути обов'язково застосований Національний стандарт № 3, який передбачає застосування трьох методів оцінки, включно з майновим, а також Методика комплексних експертних досліджень визначення вартості акцій підприємств, зареєстрована в Міністерстві юстиції 29.01.2016 відповідно до Порядку... № 1666/5 ... (реєстраційний номер Методики 0.1.18);*

*– майновий метод оцінки має бути обов'язково застосований поряд з іншими методами оцінки;*

*– не підлягає застосуванню контрольна знижка, передбачена Національним стандартом № 1»<sup>24</sup>.*

Крім того, експертом у Висновку № 28187 застосовані формули та коефіцієнти, встановлені Порядком визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонуються для конкурентного продажу, затвердженим наказом ФДМУ від 23.01.2004 № 105 (у редакції наказу ФДМУ від 23.03.2016). Однак у пункті 1 Порядку № 105 зазначено, що цей Порядок визначає процедуру проведення стандартизованої оцінки пакетів акцій акціонерних товариств, утворених у процесі приватизації (корпоратизації), **що підлягають продажу на аукціоні на фондових біржах та іншими способами, що передбачають загальнодоступність та конкуренцію покупців...** У випадку ж «сквіз-ауту» ніякого конкурентного продажу не передбачається – це зовсім інші правовідносини. Отже, експерт застосовував нормативно-правовий акт, який у спірних правовідносинах не підлягає застосуванню.

Слід ще раз наголосити, що експерт Національного наукового центру «Інститут судових експертиз ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса» ігнорує вимоги Методики [12], розробленої самим же Харківським НДІСЕ ім. Засл. проф. М.С. Бокаріуса.

5. Ухвалою від 09.07.2019 Господарського суду Донецької області<sup>25</sup> у справі № 905/671/19 призначена судова експертиза з метою з'ясування питання, чи відповідає ринкова вартість акції ПрАТ «АКХЗ» станом на 26.04.2018 року ринковій вартості 13,13 грн., яка зазна-

<sup>23</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/99859647>

<sup>24</sup> Напівжирним шрифтом виділено авторами статті

<sup>25</sup> <https://reyestr.court.gov.ua/Review/83028714>



чена у Звіті про оцінку майна (акцій), та встановлення дійсної ринкової вартості однієї акції ПрАТ «АКХЗ» (у складі пакетів загальною вартістю 4,99928 % від статутного фонду) станом на 26.04.2018 року. На виконання цієї ухвали експерти Донецького НДІСЕ надали висновок № 3914/3915/3945/3946 від 23.10.2020 за результатами проведення комплексної судової економічної, товарознавчої та оціночної експертизи.

З точки зору критичного аналізу негативно охарактеризувати цей висновок є найпростіше із усіх наведених вище, оскільки цей висновок вже відхилений згаданою вище Постановою від 15.06.2022 року у справі № 905/671/19 Верховного Суду у складі суддів Палати для розгляду справ щодо корпоративних спорів, корпоративних прав та цінних паперів КГС, де у пунктах 176-178 вказано:

«176. У висновку судової експертизи ДНДІСЕ, який був визнаний судами попередніх інстанцій належним та допустимим доказом та врахований під час ухвалення рішення, був застосований **порівняльний метод** (визначено вартість 13 грн.) та **дохідний метод** (визначено вартість 12,47 грн.).

177. Незастосування майнового методу було обґрунтовано у висновку судової експертизи ДНДІСЕ тим, що цей метод не враховує варіант найкращого і найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, не дозволяє оцінити економічну вигоду від володіння підприємством і синергетичний ефект від об'єднання активів підприємства і не дає уявлення про ринкову вартість капіталу, що припадає на учасників товариства. Власник меншоритарного пакету не в змозі самостійно замінити об'єкт оцінки чи ініціювати ліквідацію підприємства.

178. Таке твердження експертів ДНДІСЕ суперечить положенням абз. 2 п. 37 Національного стандарту № 1, в якому закріплено, що **неможливість або недоцільність застосування певного методичного підходу може бути лише пов'язана з повною відсутністю чи недостовірністю необхідних для цього вихідних даних про об'єкт оцінки та іншої інформації**»<sup>26</sup>.

Разом із тим, визначення вартості акцій дохідним та порівняльним підходами також здійснено з порушенням правових норм у сфері оціночної діяльності. Так, визначення ціни акцій порівняльним підходом ґрунтується на порівнянні з цінами, **які не є біржовим курсом**, що, як вже зазначалося вище, суперечить пункту 28 НС-3.

Щодо використання дохідного підходу, то згідно пункту 13 НС-3, дохідний підхід до проведення оцінки цілісного майнового комплексу ґрунтується на застосуванні оціночних процедур переведення очікуваних доходів (чистих грошових потоків або **дивідендів**) у вартість цілісного майнового комплексу. Разом із тим, у Методиці [12, с. 24] зазначено: «**На практиці дисконтування дивідендів застосовується вкрай рідко**». Це, очевидно, пояснюється тим, що у НС-3 цей підхід нормативно практично не пророблений. Крім того, в умовах контролю акціонерного товариства одним мажоритарним власником використання дивідендного підходу не є релевантним, оскільки виплата дивідендів залежить від «капризів» мажоритарного власника. Наприклад, на ПрАТ «АКХЗ» дивіденди не сплачувалися останні 4 роки перед «сквіз-аутом», але дивіденди були виплачені відразу після «сквіз-ауту», тобто після зосередження пакету акцій 100 % в одних руках. Однак, очевидно, усі ці вади показалися для експертів найбільш зручним способом отримання необхідного «результату експертизи».

Тому при проведенні експертизи № 3914/3915/3945/3946 від 23.10.2020, для оцінки вартості акцій експерти використали саме дивідендний різновид дохідного підходу та формулу Гордона у вигляді<sup>27</sup>:

$$V_0 = D / (r - t),$$

де  $V_0$  – вартість об'єкта у постпрогнозованому періоді;  
 $D$  – потік доходів **початку** постпрогнозованого періоду;  
 $r$  – ставка дисконтування;  
 $t$  – довгострокові темпи приросту потоку доходів у залишковому періоді.

При цьому на початку постпрогнозованого періоду мажоритарний власник ПрАТ «АКХЗ» прийняв рішення про виплату дивідендів у розмірі 11,79 грн. на одну акцію. Однак експерти, з метою заниження результату визначення ціни, взяли неправильні вихідні дані і замість дивіденду 11,79 грн. підставили у формулу показник 2,948 грн. на акцію, взявши нібито середній показник за останні 4 роки. За таких умов в нашому випадку експертна ціна акцій занижується у  $11,79 / 2,948 = 4$  рази. Натомість формула Гордона передбачає саме останній платіж, а не усереднений показник. На випадок, коли протягом деякої кількості років дивіденди демонструють незвичну поведінку, зокрема, **нульові значення** (як у нашій справі), а потім отримують певне значення, існують окремі так звані двофазні схеми оцінки вартості акцій. Для такого випадку використовується формула<sup>28</sup>:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + \frac{D}{(1+r)^n} \cdot r$$

де  $D_i$  – дивіденди у період, коли вони демонструють незвичну поведінку, зокрема, нульові значення, тобто  $D_i = 0$ ;  
 $D$  – дивіденди, коли вони отримують ненульове значення;

$n$  – кількість періодів (експерти ДНДІСЕ приймали  $n = 4$ ).

Тобто, експерти використали викривлену модель розрахунків ціни для підгонки під бажаний для мажоритарного власника результат.

Крім того, використовуючи показник дивідендів, фактично сплачених **після дати оцінки**, експерти порушили абзац 6 пункту 6 НС-3, за яким з метою проведення оцінки цілісного майнового комплексу необхідно здійснити аналіз його фінансово-господарської діяльності, майнового та фінансового стану **на дату оцінки** та за період, **що передує цій даті**. Згідно абзацу 1 пункту 16 НС-3, розрахунок грошового потоку ґрунтується на результатах аналізу показників фінансово-господарської діяльності підприємства, цілісний майновий комплекс якого оцінюється, за період, **що передує даті оцінки**, та прогнозний період. Тобто, показники для оцінки повинні використовуватися по факту тільки ті, які передують даті оцінки або співпадають з датою оцінки, а показники наступних періодів – виключно прогнозні.

Згідно з поставленим на дослідження питанням, датою оцінки є (було) **26.04.2018**. У висновку експертів прямо зазначається, що рішення про виплату дивідендів за 2017 рік розглядалося та приймалося на річних загальних зборах акціонерів ПрАТ «АКХЗ» від **27.04.2018** (абз. 5 стор. 20 Висновку експертів). Тобто відомості про рішення річних загальних зборів, що відбулися **27.04.2018**, не могли використовуватися експертами при проведенні оцінки акцій станом на **26.04.2018**.

**Висновки.** Досліджено п'ять відомих автору висновків експертів щодо оцінки вартості акцій емітентів в процедурах «сквіз-аут» в Україні. З огляду на фактичні судові спори у цій сфері таке дослідження слід вважати репрезентативним. Видно, що дані експертні дослідження виконувалися з грубим порушенням норм матеріального права у сфері оціночної діяльності. Викладене у даному дослідженні свідчить про те, що якщо залишити поза увагою можливу корупційну складову (змову з мажоритарним власником), що має латентний характер і важко доводиться, то слід визнати вкрай низьку кваліфікацію експертів експертних

<sup>26</sup> Напівжирним шрифтом виділено судом

<sup>27</sup> <https://businessideas.com.ua/manage-finances/model-Gordona>

<sup>28</sup> [https://studref.com/567785/ekonomika/dvuhfaznaya\\_model\\_diskontirovaniya\\_dividendov](https://studref.com/567785/ekonomika/dvuhfaznaya_model_diskontirovaniya_dividendov)

установ Міністерства юстиції України. Надії про належний захист інтересів міноритарних акціонерів на підставі судових експертиз не справдилися. При цьому мають місце очевидні і безспірні порушення: використання позабіржових цін при порівняльному підході; здійснення оціночної експертизи взагалі без прив'язки до будь-якого методичного підходу, згаданого в Національних стандартах; визнання справедливою ціни «сквіз-ауту» відповідно до балансу одного з акціонерів – юридичних осіб; використання формул та коефіцієнтів, призначених для конкурентних методів продажу акцій; використання даних за період після дати оцінки; неправильне формування вихідних даних; ігнорування положень «Методики комплексних експертних досліджень визначення вартості акцій підприємств», зареєстрованої 29.01.2016 року в Міністерстві юстиції України, реєстраційний код 0.1.18 [12] тощо.

Натомість порівняння отриманих при проведенні експертизи результатів з вартістю чистих активів, відповідно до Методики [12], є необхідним, оскільки виключить суб'єктивізм оцінювачів та експертів, а також можливості жонглювання вихідними даними, методичними підходами та формулами, вигідними для мажоритарного власника.

При підготовці висновків експертів щодо оцінки вартості акцій емітентів в процедурах «сквіз-аут» повинні також враховуватися правові позиції, викладені у Постанові від 15.06.2022 року у справі № 905/671/19 Верховного Суду у складі суддів Палати для розгляду справ щодо кор-

поративних спорів, корпоративних прав та цінних паперів КГС (пункт 175):

– при визначенні ринкової (справедливої) вартості акцій оцінці підлягає 1 акція у 100 % пакеті акцій (оцінка цілісного майнового комплексу товариства), а не у міноритарному пакеті;

– у зв'язку з цим має бути обов'язково застосований Національний стандарт № 3, який передбачає застосування трьох методів оцінки, включно з майновим, а також Методика комплексних експертних досліджень визначення вартості акцій підприємств, зареєстрована в Міністерстві юстиції 29.01.2016 (реєстраційний номер Методики 0.1.18);

– майновий метод оцінки має бути обов'язково застосований поряд з іншими методами оцінки;

– не підлягає застосуванню контрольна знижка, передбачена Національним стандартом № 1».

При цьому слід зазначити, що у випадку складання емітентом фінансової звітності відповідно до міжнародних стандартів, а також підтвердження цієї звітності аудитором, здійснення процедур, відповідно до пункту 11 Національного стандарту оцінки № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів», виконувати не потрібно, оскільки вони повинні бути виконаними при переході на звітність по міжнародним стандартам.

Автор висловлює подяку колегам-адвокатам за надання копій експертних висновків для узагальнення.

#### ЛІТЕРАТУРА<sup>29</sup>

1. Кологойда О.В., Маленко О.М. Правові аспекти оцінки ринкової вартості акцій у процедурах squeeze-out та sell-out. *Право України*. 2019. № 8. С. 156-180.
2. Руденко Л.Д., Бенько А.В. Процедура «squeeze-out» в Україні: порівняльно-правовий аналіз та проблематика реалізації. *Порівняльно-аналітичне право*. 2019. № 5. С. 164-167.
3. Антонов С. Сквіз-аут в Україні: от имплементации евродиректив к фарсу. *Зеркало недели*. 05.10.2018. – URL: <https://zn.ua/finances/ckviz-aut-v-ukraine-ot-implementacii-evrodirektiv-k-farsu-296396.html>
4. Кологойда О., Стафійчук В. Процедура примусового продажу акцій (squeeze-out): законодавство та практика правозастосування. *Право України*. 2018. № 6. С. 111-131.
5. Кологойда О.В., Стафійчук В.В. Захист прав міноритарних акціонерів у процедурі примусового продажу акцій (squeeze-out). *Право України*. 2018. № 7. С. 143-176.
6. Руденко В. Игра на понижение Или чем сквиз-аут обернулся для акционеров. *Экономическая правда*. 15.05.2018. – URL: <https://www.epravda.com.ua/rus/publications/2018/05/15/636761/>
7. Белкін Л., Погрібна С., Лахтарін І., Черник Ю. Проблеми примусового продажу акцій (squeeze-out) в Україні. *Methodology and science foundations of modern jurisprudence. Monography. International Science Group. Boston: Primedia eLaunch*, 2020. p. 18-43. – URL: <https://isg-konf.com/wp-content/uploads/2020/05/Project-ISG-2020-MONO-LEGAL-I.pdf>
8. Пальчевский И. ФГИ «забраковал» сквиз-аут в «Азовстали» и ММК им. Ильича. *FinancialClub*. 18.06.2018. URL: <https://finclub.net/news/fgi-zabrakoval-skviz-aut-v-azovstali-i-mmk-im-ilicha.html>
9. Король В. Справедлива ли «цена Ахметова» по сквиз-аут «Западнеерго». *Экономическая правда*. 28.12.2017. – URL: <https://www.epravda.com.ua/rus/columns/2017/12/28/632604/>
10. Король В. Як зупинити грабіж міноритарних акціонерів. *Экономическая правда*. 16.04.2018. – URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2018/04/16/636025/>
11. Бойко О. В Харьковском НИИ судэкспертиз создали коррупционную схему поборов с фигурантов уголовных дел. *Антикор*. 01.06.2020. – URL: [https://antikor.com.ua/articles/384397-v-harjkovskom\\_nii\\_sudekspertiz\\_sozdali\\_korrupsionnuju\\_shemu\\_poborov\\_s\\_figurantov\\_ugolovnyh\\_del](https://antikor.com.ua/articles/384397-v-harjkovskom_nii_sudekspertiz_sozdali_korrupsionnuju_shemu_poborov_s_figurantov_ugolovnyh_del)
12. Методика комплексних експертних досліджень визначення вартості акцій підприємств. Зареєстрована 29.01.2016 року в Міністерстві юстиції України, реєстраційний код 0.1.18.
13. Оцінка для цілей МСФЗ (Міжнародних стандартів фінансової звітності). *EXPERT IN*. 20.11.2019. – URL: <https://www.expert-in.com.ua/otsinka-msfz-mizhnarodnykh-standartiv-finansovoyi-zvitnosti/>
14. Белкін Л. Український «сквіз-аут»: перші судові висновки. *Вісник Національної асоціації адвокатів України*. 2021. № 7-8 (75). С. 57-64.

<sup>29</sup> Дата звернення до електронних ресурсів – 10.08.2022