

Санкт-Петербургский государственный университет  
Кафедра коммерческого права

**Особенности приобретения крупных пакетов акций публичных  
акционерных обществ**

Выпускная квалификационная работа  
студента 2 курса магистратуры  
очной формы обучения  
Пахнюка Алексея Анатольевича

Научный руководитель:  
доцент, кандидат юридических наук  
Жмулина Диана Александровна

Санкт-Петербург

2016 год

## Содержание

Введение.....	3
Глава 1. Общая характеристика приобретения более 30 процентов акций публичного акционерного общества.....	8
§1. Законодательное регулирование приобретения крупных пакетов акций.....	8
§2. Приобретение крупных пакетов акций в зарубежных странах.....	17
Глава 2. Особенности приобретения более 30 и менее 95 процентов акций публичного акционерного общества.....	21
§1. Особенности направления добровольного предложения о приобретении более 30 процентов акций публичного общества.....	21
§2. Особенности направления <a href="#">обязательного предложение о приобретении акций публичного общества</a> .....	27
Глава 3. Особенности приобретения одним лицом более 95 процентов акций публичного акционерного общества.....	45
§1. Общая характеристика приобретения одним лицом более 95 процентов акций.....	45
§2. Принудительное вытеснение миноритарных акционеров.....	49
Заключение.....	58
Список использованной литературы.....	63

## Введение

Организационно-правовая форма акционерного общества является важной составляющей развитой рыночной экономики и способствует движению капитала. В России подавляющее число крупных коммерческих организаций, занимающих ведущее место в различных секторах экономики, осуществляют свою предпринимательскую деятельность в организационно-правовой форме именно акционерного общества. К числу его основных достоинств издавна принято относить возможность привлечения значительных средств от широкого круга лиц путем их подписки на акции<sup>1</sup>. Наряду с этим акционерное общество обладает такими несомненными преимуществами, как – разделение функций собственности и управления; повышение эффективности капиталов путем их объединения; привлечения инвестиций посредством размещения акций на фондовом рынке; свобода отчуждения акций; ограниченная ответственность; сочетание интересов общества, коллектива, отдельных лиц: собственников, управляющих, работников; стабильность организационно-правовой формы<sup>2</sup>.

В соответствии с действующими положениями акционерного законодательства особый порядок приобретения крупных пакетов акций традиционно применяется в публичных акционерных обществах<sup>3</sup>, акции которых свободно обращаются на рынке ценных бумаг. Это обстоятельство свидетельствует о большом количестве акционеров в данной организационно-правовой форме юридического лица. Смена корпоративного контроля потенциально может затронуть интересы многих участников акционерного общества, среди которых и миноритарные акционеры.

---

<sup>1</sup>Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. Введение. Торговые деятели. М., 2003. Т.1. С. 364-365

<sup>2</sup>Долинская В.В. Акционерное право: основные положения и тенденции. М., «Волтерс Клувер», 2006, С.IV, С. 399.

<sup>3</sup>Принятые в 2014 году поправки к главе юридические лица Гражданского кодекса изменили терминологию и критерии для акционерных обществ и была введена статья 66.3 ГК публичные и непубличные общества. Ранее под публичными акционерными обществами понимались открытые акционерные общества. В настоящей работе рассматривается именно приобретение крупных пакетов акций публичных акционерных обществ.

На сегодняшний день корпоративное законодательство об акционерных обществах характеризуется рядом сложных юридических процедур. В СМИ и иных источниках информации постоянно освещают сведения о крупномасштабных сделках в рамках приобретения и смены контроля в акционерных обществах, все чаще указанные сделки происходят с отечественными компаниями, что свидетельствует об активном использовании установленных правовых механизмов приобретения крупных пакетов акций публичных акционерных обществ.

Повышает актуальность и практическую значимость данного вопроса сложная экономическая ситуация в нашем государстве, которая приводит к изменениям в бизнесе. Часть компаний уходит с российского рынка, другие приходят, некоторые становятся убыточными, ряд иностранных инвесторов распродают свои акционерные портфели, в указанных случаях как раз применим механизм приобретения крупных пакетов акций, позволяющий произвести смену контроля в компании, а также сохранить на плаву большое количество убыточных самостоятельных предприятий.

Крупнейшие юридические фирмы страны в своем штате имеют целый ряд юристов, непосредственно специализирующихся на корпоративном праве, в том числе сделках M&A (слияния и поглощение), что подчеркивает востребованность и сложность проведения этих процедур. Институт приобретения крупных пакетов акций в том числе выступает как один из популярных способов поглощения акционерных обществ.

Приобретение крупных пакетов акций имеет комплексное правовое регулирование, которое состоит из ряда важнейших нормативно-правовых актов: Гражданский кодекс Российской Федерации (далее – «ГК РФ»), Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – ФЗ «Об акционерных обществах», «ФЗ об АО»), Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и др.

Ныне действующий механизм приобретения крупных пакетов акций введен с 1 июля 2006 года и является относительно новым правовым явлением. Исследование аспектов данного института привело к массовой публикации научных работ, правовых статей и появлению другой литературы. Отдельное внимание, как обладающие высокой степенью проработанности тематики, заслуживают исследования С.В. Гомцяна, А.Е. Попова, Д.И. Степанова. Однако часть научных работ устарели либо носят формальный характер. После принятия изменений в ФЗ «Об акционерных обществах» формируется практика применения исследуемого института, появляются новые проблемные вопросы, в связи с чем существует потребность в выявлении особенностей его действия и использования в Российской Федерации.

Выявление целей включения в правовой режим приобретения крупных пакетов акций публичных акционерных обществ отдельных правил, определение существующих недостатков, требуют анализа российского законодательства и судебной-арбитражной практики. Это важно также и в контексте того, что развитие института приобретения крупных пакетов акций на нормотворческом уровне не стоит на месте и требует оценки не только укоренившихся взглядов закона и доктрины, но и выработку самостоятельного понимания того, что ждет механизм приобретения крупных пакетов акций в ближайшем будущем.

Также в ближайшее время планируется консолидация законодательства об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью, что дополнительно делает актуальным данное исследование. Так как, несомненно, будут вноситься изменения в смысловую нагрузку действующих правовых норм и законодателю стоит обратить внимание на имеющиеся пробелы.

В связи с вышеизложенным центральное место в настоящей работе уделено комплексному и системному исследованию института приобретения крупных пакетов акций. Но целью данной работы явился не столько общий

обзор вышеуказанного института, сколько попытка выявить его особенности и проблемы применения.

В ходе исследования затрагиваются положениям ФЗ об АО о направлении добровольного и обязательного предложений при приобретении крупных пакетов акций. Изучение указанных вопросов поможет разобраться в ключевых особенностях процесса приобретения крупных пакетов акций, а именно, каково соотношение интересов субъектов данных сделок, как они могут защищать свои права и в чем заключается основные процедурные проблемы.

Также в работе исследуется регулирование особенностей приобретения более 95% акций одним лицом и их последствия для миноритарных акционеров через призму судебной практики и сложившихся доктринальных позиций. Особенности приобретения более 95% акций одним лицом рассматривается под углом законности покупки акций миноритарных акционеров помимо их воли, так как на законодательном уровне крупному акционеру предоставляется право на принудительный выкуп этих акций. Этот вопрос требует рассмотрения в силу того, что в последнее время законодательство стремится к предоставлению миноритарным акционерам дополнительной защиты прав и гарантий исполнения имеющихся у них прав. Также мажоритарный акционер может злоупотреблять своим положением при оценке стоимости выкупаемых акций, тем самым ущемляя право миноритариев на получение соразмерного возмещения. Несмотря на то, что миноритарные акционеры изначально инвестировали в акционерное общество меньше средств, их базовые права не должны нарушаться и государство должно предоставлять им соответствующую защиту.

Таким образом, актуальность настоящего исследования обусловлена развитием института приобретения крупных пакетов акций в качестве популярного механизма установлении корпоративного контроля над публичным акционерным обществом, наличием неточностей и недостатков в положениях

законодательства по данному вопросу. Выводы и предложения работы могут быть использованы в законотворческой и правоприменительной деятельности, при этом внесенные предложения по устранению пробелов и изменению действующих нормативно-правовые акты будут способствовать повышению стабильности гражданского оборота.



## **Глава 1. Общая характеристика приобретения более 30 процентов акций публичного акционерного общества**

### **§1. Законодательное регулирование приобретения крупных пакетов акций**

В Российской Федерации процедура приобретения более 30 процентов акций публичного акционерного общества была введена Федеральным законом от 5 января 2006 г. № 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации». В результате вступления Закона в силу с 1 июля 2006 года ФЗ об АО дополнен новой Главой XI.1, данная глава заменяет порядок, установленный статьей 80 ФЗ об АО в предыдущей редакции, которая практически не действовала. Причиной внесения изменений было как несовершенство процедуры<sup>4</sup>, так и круг акционерных обществ, на которые она распространялась, что фактически выводило приобретение крупных пакетов акций за рамки правового регулирования и приводило к банальной скупке акций. Нововведения кардинальным образом изменили действующую до этого процедуру, что позволило многим исследователям, в частности Д.И. Дедову, называть ее «новой попыткой создать цивилизованные правила поглощений, подняв их до мировых стандартов»<sup>5</sup>, так как подобные правила существуют и успешно действуют во многих юрисдикциях зарубежных государств.

Целью принятых изменений в Закон об АО является установление особой детализированной процедуры приобретения крупных пакетов акций публичного акционерного общества, а также защита права собственности акционеров, обеспечение баланса интересов миноритарных и мажоритарных

---

<sup>4</sup>См., например: Габов А.В. Об основных проблемах применения правил поглощения акционерных обществ // Журнал российского права. 2007. № 9. С. 65 – 68.

<sup>5</sup>Дедов Д.И. Совершенствование правового режима поглощения в акционерном праве // Предпринимательское право. 2006. № 1. С. 9.

акционеров при приобретении крупных пакетов акций, создание эффективного легитимного механизма установления корпоративного контроля<sup>6</sup>.

С появлением новой главы XI.1 в ФЗ об АО любое приобретение ценных бумаг общества (акций), если в результате его осуществления превышает пороговое значение в 30 процентов, должно осуществляться по правилам настоящей главы. Новая глава далеко не совершенна, о чем свидетельствуют, в частности, неоднократные изменения, вносившиеся в ее текст.

Под крупным пакетом акций в настоящей работе понимается более 30% общего количества обыкновенных и привилегированных акций публичного акционерного общества, предоставляющих право голоса в соответствии с действующим законодательством РФ<sup>7</sup>.

Анализируемая глава Федерального закона «Об акционерных обществах» (далее – «ФЗ об АО», «Закон об акционерных обществах») устанавливает ряд принципиально важных процедур в рамках приобретения крупных пакетов акций:

- 1) Направление лицом, намеренным приобрести более 30% голосующих акций публичного акционерного общества в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», добровольного предложения остальным акционерам о продаже принадлежащих им акций (добровольное предложение), регулируемое статьями 84.1, 84.3-84.6 ФЗ об АО;
- 2) Направление лицом, которое приобрело более 30% голосующих акций публичного акционерного общества в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», обязательного предложения остальным акционерам, а также владельцам эмиссионных ценных бумаг,

---

<sup>6</sup>См: Пояснительная записка к проекту Федерального закона от 18.04.2005 № 162770-7 «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»

<sup>7</sup>Корпоративное право: Учебник (2-е издание, переработанное и дополненное) (отв. Ред. И.С. Шиткина («КНОРУС», 2015), С. 602.

конвертируемых в такие акции, о продаже принадлежащих им ценных бумаг (обязательное предложение), регулируемое статьями 84.2-84.6 ФЗ об АО;

3) Выкуп лицом, которое приобрело более 95% голосующих акций публичного акционерного общества в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», остальных акций и ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, у владельцев этих ценных бумаг по их требованию (статья 84.7 ФЗ об АО);

4) Выкуп лицом, которое приобрело более 95% голосующих акций публичного акционерного общества в соответствии с ФЗ «Об акционерных обществах», остальных акций и ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, у владельцев этих ценных бумаг по требованию этого лица (статья 84.8 ФЗ об АО);

Указанные процедуры можно воспринимать и как обособленные и как взаимосвязанные, являющиеся этапами установления контроля в акционерном обществе.

Помимо введения добровольного и обязательного предложений, к числу новаций ФЗ об АО можно отнести появление такой правовой категории, как конкурирующее предложение.

В статье 84.3 ФЗ об АО законодатель предусмотрел ситуацию, когда любое заинтересованное лицо (не обязательно акционер) направляет в акционерное общество параллельное добровольное или обязательное предложение, которое будет подпадать под специальное регулирование, предусмотренное указанной статьей. Некоторые авторы считают, что в данном случае законодатель исходит из того, что число последовательно поступающих предложений не ограничено<sup>8</sup>. Для такого параллельного предложения законодатель использует термин «конкурирующее предложение. На

---

<sup>8</sup>Залесский В. «Приобретение более 30 процентов акций открытого общества. Комментарий к гл. X1.1 ФЗ «Об акционерных обществах». Право и экономика. 2006. № 7. С. 35.

конкурирующее предложение, направляемое до истечения срока принятия добровольного предложения, распространяются требования статьи 84.1 ФЗ об АО, а на конкурирующее предложение, направляемое до истечения срока принятия обязательного предложения, - требования статьи 84.2 ФЗ об АО. Таким образом, конкурирующее предложение будет обладать признаками добровольного или обязательного предложения. Цель данной статьи обеспечить механизм конкурентной борьбы за ценные бумаги публичного акционерного общества<sup>9</sup>.

По мнению Молотникова А.Е. институт конкурирующего предложения обладает функцией защитного механизма от появления нового акционера. Он рассчитан именно на то, чтобы отдельные акционеры, не желающие терять контроль над компанией, попытались осуществить контркупку акций<sup>10</sup>.

Первое время возникали трудности применения новых норм ФЗ «Об акционерных обществах», обусловленные, прежде всего, новизной нормативного регулирования и недостаточной подготовленностью персонала большинства акционерных обществ и государственных органов к реализации правил о приобретении крупных пакетов акций<sup>11</sup>. Примером искажения сути норм закона может служить позиция истца по делу, рассмотренному ФАС Северо-Западного округа, полагавшего, что направление обязательного предложения предоставляет ему преимущественное право приобретения акций у остальных акционеров, которые одновременно лишаются возможности отчуждать свое имущество третьим лицам. Арбитражный суд кассационной инстанции отметил безосновательность такой позиции и отказал в удовлетворении иска<sup>12</sup>. Однако в целом со стороны юридического сообщества

---

<sup>9</sup>Коряковцев В.Г. «Постатейный комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах» М. 2007. С. 438.

<sup>10</sup>Молотников А. Е. «Особенности приобретения крупных пакетов акций», Журнал «Юрист», 2011, № 2, С. 3-12.

<sup>11</sup>Т. Устименко, Статья «Порядок приобретения крупных пакетов акций в акционерных обществах», Корпоративный юрист, №2, 2008, С. 7.

<sup>12</sup>Постановление ФАС Северо-Западного округа от 24.10.2007 по делу № А52-456/2007

появление эффективного механизма приобретения крупных пакетов акций было отмечено со знаком плюс.

Также общепринятым является понимание процесса приобретения крупных пакетов акций общества как поглощение. Термин «поглощение» имеет скорее экономические корни. Тем не менее, данное понятие получило широкое распространение и активно используется представителями разных областей знания, в том числе юристами. В зарубежном законодательстве под поглощением, например, в Кодексе Сити (The City Code on Takeovers)<sup>13</sup> понимается сделка по приобретению более 30% голосующих акций компании. Непосредственно в российском праве не раскрывается понятия поглощения, однако в Кодексе корпоративного управления, утвержденном письмом Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463 (далее – «Кодекс корпоративного управления», «ККУ») под поглощение понимается именно приобретение крупных пакетов акций публичного акционерного общества, ставится знак равенства между этими терминами. Поэтому ККУ является новым этапом в восприятии приобретения крупных пакетов акций как «поглощения» в Российской Федерации.

Кодекс корпоративного управления на сегодняшний день является единственным нормативно-правовым актом в российском законодательстве, который использует термин поглощение. Кодекс корпоративного управления принят только в 2014 году, поэтому судебная практика и доктринальные позиции по поводу данного акта еще находятся на стадии формирования. Кодекс носит рекомендательный характер для акционерных обществ, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам, что подтверждается в преамбуле письма Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463.

В целом кодекс корпоративного управления имеет важное значение и выступает ориентиром не только для акционерных обществ, но и для всех участников рынка, которые планируют осуществление процедуры

---

<sup>13</sup>See, The City Code on Takeovers and Merges and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, available at: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>.

приобретения крупных пакетов акций, для судов и государственных органов, осуществляющих соответственный контроль за сделками по поглощению<sup>14</sup>.

Представляется, что приобретение крупных пакетов акций является способом поглощения публичного акционерного общества. Императивные требования закона по соблюдению процедуры приобретения крупных пакетов акций должны выполняться покупателем иначе он не сможет достичь целей поглощения и установить полный контроль над компанией.

Институт поглощения для нашего правопорядка является относительно новым явлением. Еще недавно в юридической литературе нередко ставилась под сомнение целесообразность особой регламентации данных правоотношений. В качестве основного аргумента обычно выдвигался тезис о том, что перемена мажоритарного акционера может быть осуществлена в обычном порядке посредством совершения традиционных сделок, главным образом купли-продажи, направленных на приобретение ценных бумаг. При этом проблемы остальных акционеров, чьи права могли быть ограничены в результате перераспределения контрольных правомочий, оставались без должного внимания<sup>15</sup>.

Не требует доказательств тот факт, что личность акционера, сконцентрировавшего в своих руках контроль над акционерным обществом, имеет особое значение для юридического лица в целом, в том числе при определении основных направлений его деятельности, выборе структуры органов управления и процессе их формирования, распределении прибыли, полученной по итогам деятельности общества и т.д. Появление нового мажоритарного участника способно кардинально изменить отношение к решению указанных выше вопросов, что не может не затронуть интересы

---

14<sup>□</sup> Свашенко А.С., выпускная квалификационная работа: «Некоторые проблемы правового регулирования слияний и поглощений в российском праве»; науч. рук. Д.А. Жмулина; СПбГУ, Кафедра коммерческого права. – СПб, 2015 – 68 с.

15<sup>□</sup> Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. («Инфотропик Медиа», 2012), С. 224.

миноритарных акционеров<sup>16</sup>. Поэтому правовое регулирование отношений в сфере поглощений должно осуществляться с созданием гарантий защиты прав и интересов владельцев небольших пакетов акций, что не обеспечивается при совершении обычных сделок по приобретению акций.

Некоторые авторы<sup>17</sup> ставят знак равенства между рыночными механизмами корпоративного контроля и рынком поглощения. Процедура поглощения преследует цель смены контроля в компании, в целом при анализе законодательства и изучении различных правовых источников прослеживается взаимосвязь этих двух институтов. Эта процедура выступает в качестве юридического инструмента по установлению экономического и управленческого господства в компании, предоставляющего широкий круг преимуществ поглотителю. Таким образом, идея авторов заслуживает поддержки и представляется верной.

Приобретение более 30 процентов акций публичного акционерного общества является одной из популярных форм установления корпоративного контроля. Первостепенная цель для приобретателя при приобретении крупных пакетов акций состоит не в обыденном осуществлении прав участия (например, получении дивидендов), а именно в аккумуляровании достаточного количества акций для контроля над обществом и определения его дальнейшей судьбы. Как отмечает И.С. Шиткина, «Корпоративный контроль понимают, как результат распределения сил, позиций, возможностей, экономического влияния среди субъектов корпоративных отношений. Контроль не исчерпывается только концентрацией акций (долей участия) в руках одного или нескольких акционеров или участников. Контролировать деятельность корпорации – значит

---

<sup>16</sup> Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. («Инфотропик Медиа», 2012) , С. 224.

<sup>17</sup> Долинская В.В., Акционерное право: основные положения и тенденции. Монография», «Волтерс Клувер», 2006., С. 399.

иметь возможность определить ее стратегию, политику, выбор долгосрочных целей и программ, иметь решающее влияние»<sup>18</sup>.

Д. Степанов отмечает<sup>19</sup>, что контроль над юридическим лицом находит проявление в двух тесно связанных между собой правомочиях: возможность формировать иные органы юридического лица (избирать менеджмент, формировать совет директоров, правление и др.) и влиять на распоряжение юридическим лицом имуществом, которое ему принадлежит, определять хозяйственную деятельность общества.

Однако смена контроля над компанией может иметь как позитивные, так и негативные последствия для самого общества и его акционеров. Среди позитивных последствий, как правило, выделяют вливание инвестиций, приход более эффективных менеджеров и другое. При смене контроля могут наступить и негативные последствия. В частности, целью лица, приобретающего контроль, может быть исключительно извлечение собственных выгод вместо развития бизнеса и увеличения прибыли компании. Контролирующий акционер способен навязать обществу заключение сделок с другими компаниями, связанными с данным акционером, для получения прибыли в этих компаниях. Компания-цель может стать частью группы компаний приобретателя и выгодные бизнес проекты могут распределяться не в ее пользу.

В зарубежной литературе по корпоративным финансам выгоды, которые может извлекать мажоритарий, получили название «частные выгоды контроля» (*private benefits of control*)<sup>20</sup>. Такое название объясняется тем, что только контролирующий акционер имеет возможность извлекать такие выгоды, и при этом они не разделяются с другими (неконтролирующими) акционерами и

---

<sup>18</sup> Корпоративное право: Учебник (2-е издание, переработанное и дополненное) (отв. Ред. И.С. Шиткина («КНОРУС», 2015), С. 602.

<sup>19</sup> Степанов Д. «Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров». Хозяйство и право. 2006, №6, С. 3-18.

<sup>20</sup> См.: Dyck A., Zingales L. Op. cit. P. 541.



самой компанией<sup>21</sup>. Более того зарубежные исследователи тоже отмечают, что извлечение выгод мажоритарием может негативно отразиться на интересах остальных акционеров. Такое отрицательное влияние проявляется как прямо (снижение прибыли компании и, как следствие, уменьшение дивидендов), так и косвенно (падение рыночной стоимости акций).

Таким образом, институт приобретения крупных пакетов акций публичных акционерных обществ представляет сложный правовой механизм, направленный на смену корпоративного контроля в обществе, и введен для обеспечения экономических гарантий акционеров.

---

<sup>21</sup>См.: Sepe S. Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient. Arizona Legal Studies Discussion Paper № 10 - 29. 2010. P. 8 (цит. по: <http://ssrn.com/abstract=1086321>).

## §2. Приобретение крупных пакетов акций в зарубежных странах

В российской литературе неоднократно отмечалось<sup>22</sup>, что в мировой практике сложились две основные модели правовых режимов приобретения крупных пакетов акций: американская и европейская (британская). При этом в основе отечественной процедуры публичных поглощений лежит именно британская модель, получившая отражение в Тринадцатой директиве ЕС от 21 апреля 2004 г. 2004/25ЕС (далее – Директива ЕС)<sup>23</sup>.

Страны ЕС имплементировали Директиву о поглощениях в свое национальное законодательство. В общем плане можно выделить две тенденции в регулировании процесса приобретения контроля в Европе. С одной стороны, развитие регулирования в большинстве случаев происходит по линии дополнения соответствующих общих положений Директивы, что прямо допускается положениями статьи 3.2 (b). В то же время европейскими государствами устанавливаются специальные правила которые не имеют своих корней в Директиве, но чье принятие обусловлено экономическими реалиями и проблемами последних лет, в частности, мировым финансовым кризисом<sup>24</sup>. В целом европейский рынок сделок по поглощениям является одним из крупнейших в мире по величине и активности, и именно в странах ЕС регулирование процесса приобретения и передачи контроля отличается максимальной проработанностью.

В основе Директивы ЕС 2004/25 заложены следующие базовые положения: правило обязательного предложения; правило невмешательства со стороны совета директоров компании-цели; правила раскрытия информации; правило вытеснения миноритарных акционеров и правило продажи, предоставляющее миноритарным акционерам право требовать от

<sup>22</sup> Качалова А. В. Интересы мажоритарных и миноритарных акционеров при приобретении более 30% акций открытого акционерного общества // Законодательство. 2010. № 2. С. 28.

<sup>23</sup> <http://eur-lex.europa.eu> (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids).

<sup>24</sup> Д. Ловырев, «Проблемы правового регулирования приобретения крупных пакетов акций в России», ОЭСР Россия Круглый стол по корпоративному управлению, 2012, С. 49.

контролирующего акционера выкупить их долю. Эти же основные положения составляют регулирование приобретения крупных пакетов акций в Российской Федерации. Поэтому можно вполне обоснованно утверждать, что российский законодатель следует европейскому подходу.

Изначально институт приобретения значительного пакета голосующих акций, традиционно принято считать техникой, созданной в английском праве, где для ее обозначения используется термин *takeover bid*, что можно условно перевести как поглощение путем приобретения акций на основании ранее направленного предложения<sup>25</sup>. Истоки подобной модели появились в своде правил под названием Кодекс Сити о поглощениях (*The City Code on Takeovers*)<sup>26</sup> специальной неправительственной организации – Комиссии Сити по поглощениям и слияниям, образованной в 1968 году. Нормы названного Кодекса не имеют силы закона, но большинство компаний Великобритании придерживаются его положений, когда начинается поглощение компании, соответствующей критериям, установленным в Кодексе. Также важно отметить, что еще до появления каких-либо формальных правил участники в Англии рынка придерживались определенных стандартов поведения. Так, хорошей практикой считалось то, что после получения акций, дающих контроль, приобретатель делал остальным акционерам компании-цели предложение на тех же условиях.

Специальный режим поглощений в США появился в 1968 г., когда вступил в силу Закон Уильямса (*Williams Act*), внесший изменения в Закон о фондовой бирже 1934 г.<sup>27</sup>. Приобретение крупных пакетов акций в США осуществляется посредством направления тендерного предложения. К тендерным предложениям предъявляются следующие основные требования: правило о наилучшей цене (*best price rule*), согласно которому приобретатель

---

<sup>25</sup>Cf., William J. Carney, *Mergers and Acquisitions. Cases and Materials* 15 (N.Y.: Foundation Press, 2000).

<sup>26</sup>See, *The City Code on Takeovers and Merges and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares*, available at: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>.

<sup>27</sup>Закон о фондовой бирже США 1934 г.

обязан предложить всем акционерам самую высокую цену, которую он заплатил кому-либо из них; правило о всех держателях (all-holders rule), предписывающее равное отношение ко всем акционерам, что, в частности, предполагает обязанность направить предложение всем держателям акций; требование о том, что тендерное предложение должно быть в силе в течение установленного срока и продлено в случае изменения его условий; положение о наделении акционеров правом отозвать акцепт в любое время. Нетрудно заметить, что базовые принципы корпоративного законодательства США по приобретению крупных пакетов акций пересекаются с положениями российского и европейского законодательства, однако сама процедура тендерного предложения составляет другую модель приобретения крупных пакетов акций.

Также интересен вопрос как развивается институт приобретения крупных пакетов акций на постсоветском пространстве и насколько эффективное регулирование устанавливает. Этот институт для этих стран тоже достаточно новый и де-факто, как в нашей стране, стал развиваться в новых экономических реалиях после распада СССР. С. В. Гомцяи рассматривает особенности правового регулирования процедуры приобретения крупных пакетов акций в странах СНГ<sup>28</sup>. В последние годы специальные правила приобретения крупных пакетов акций были приняты также в некоторых постсоветских странах. В Республике Казахстан порядок совершения сделок с крупными пакетами акций акционерных обществ установлен в ст. 25 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах»<sup>29</sup>. По сути, в указанной статье установлена обязанность лица, которое самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами приобрело на вторичном рынке ценных бумаг 30 и более процентов акций акционерного общества, сделать обязательное предложение о покупке акций остальным акционерам<sup>30</sup>. При этом цена покупки

---

28<sup>Гомцяи С. В. «Правила поглощения акционерных обществ: сравнительно-правовой анализ: Монография» («Волтерс Клувер», 2010), С. 320.</sup>

29<sup>См.: Закон Республики Казахстан от 13 мая 2003 г. № 415-ІІ «Об акционерных обществах» // Ведомости Парламента Республики Казахстана. 2003. № 10. Ст. 55.</sup>

30<sup>См.: абзац 1 пункта 3 статьи 25 Закона Республики Казахстан «Об акционерных обществах».</sup>

определяется независимыми оценщиками. Следует также отметить обязанность общества не препятствовать продаже акций акционерами. Однако полный анализ содержания и формулировок ст. 25 Закона Республики Казахстан позволяют сделать вывод о неспособности правового режима приобретения крупных пакетов акций полностью справиться с задачей урегулирования возникающих конфликтов интересов<sup>31</sup>.

В Украине специальные правила приобретения крупных пакетов акций включены в Закон «Об акционерных обществах» 2008 г.<sup>32</sup>. Статья 64 Закона устанавливает требования раскрытия информации при намерении приобрести «значительный пакет акций» (10 и более процентов простых акций акционерного общества) и содержит запрет на принятие акционерным обществом мер, препятствующих приобретению значительных пакетов акций. Правило обязательного предложения установлено в ст. 65: обязанность сделать предложение владельцам оставшихся простых акций возникает у лица в случае приобретения контрольного пакета акций общества, т. е. 50 и более процентов простых акций. В целом, несмотря на включение специальных правил приобретения крупных пакетов акций в законодательство Украины, можно сделать вывод, что неурегулированными остаются множество вопросов.

Таким образом, российский законодатель воспринял европейский подход к регулированию исследуемого правового института. Также прослеживается тенденция на урегулирование данных правоотношений во всех развитых правовых порядках.

---

<sup>31</sup> Молотников А.Е. «Особенности приобретения крупных пакетов акций», Журнал «Юрист» № 2/2011, С. 3-12.

<sup>32</sup> См.: Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI «Про акціонерні товариства» // Урядовий кур'єр. 2008 р. № 202. 29 вересня.

## **Глава 2. Особенности приобретения более 30 и менее 95 процентов акций публичного акционерного общества**

### **§1. Особенности направления добровольного предложения о приобретении более 30 процентов акций публичного общества**

В силу п.1 ст. 84.1 ФЗ об АО лицо, намеревающееся приобрести акции публичного акционерного общества свыше указанного в Законе порогового значения, вправе направить в такое общество добровольное предложение.

Добровольное предложение - публичная оферта, сделанная лицом, которое имеет намерение приобрести более 30% общего количества голосующих акций публичного акционерного общества, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, и содержащая предложение акционерам и иным владельцам эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции общества, о приобретении этих ценных бумаг<sup>33</sup>.

Необходимо четко определить сущность добровольного и обязательного предложения, их сходства и различия. Действительно ли наименования «добровольное» и «обязательное» в полной мере отражают суть институтов? Представляется, что «добровольность» предложения весьма относительна. Добровольным предложение является лишь в сравнении с обязательным<sup>34</sup>. Делая публичную оферту о заключении договора, субъект права, пользуется свободой договора, которая включает в том числе кому ее адресовать, содержание такой оферты. При добровольном предложении круг таких свобод существенно сужается, многие условия установлены императивно на основании статей ФЗ «Об акционерных обществах»; остается лишь возможность выбирать делать ли предложение в принципе.

В итоге, когда идет речь о добровольном или обязательном предложении, говорится лишь о степени добровольности или обязательности. И то, и другое

---

<sup>33</sup> Корпоративное право: Учебник (2-е издание, переработанное и дополненное) (отв. Ред. И.С. Шиткина («КНОРУС», 2015), С. 602.

<sup>34</sup> Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. («Инфотропик Медиа», 2012), С. 224.

предложения являются публичными офертами, цель которых заключается в защите прав акционеров, и, следовательно, между указанными институтами больше общего, нежели отличий. Такое осознание важно для понимания как института добровольного предложения, так и обязательного предложения, рассматриваемого в следующем разделе.

Как определено в п.1 ст. 435 ГК РФ, офертой признается адресованное одному или нескольким конкретным лицам предложение, которое достаточно определено и выражает намерение лица, сделавшего предложение, считать себя заключившим договор с адресатом, которым будет принято предложение; оферта должна содержать существенные условия договора. Добровольное предложение является публичной офертой о приобретении акций, но в отличие от обязательного предложения в данном случае у оферента отсутствует предусмотренная законом обязанность сделать эту оферту и факт направления публичной оферты обусловлен исключительно инициативой оферента<sup>35</sup>.

Закрепление на уровне Гражданского кодекса РФ института публичной оферты (п. 2 ст. 437 ГК РФ), лишенной признака адресности, то есть направленности предложения заключить договор с конкретным лицом, ориентировано на обеспечение интересов участников оборота, особенно в случаях, когда такая оферта ориентирована на множество потенциальных акцептантов оферты, принятие которой одним или несколькими потенциальными акцептантами не поглощает собой оферту, а предполагает ее силу на все обозначенное в такой оферте время<sup>36</sup>. Это назначение публичной оферты отличным образом используется в институте приобретения крупных пакетов акций.

Значение добровольного предложения выражается в том, что оно позволяет лицу, которое решило увеличить долю корпоративного контроля в обществе и преодолеть первое пороговое значение (уровень, при превышении

---

<sup>35</sup>Гомцяи С.В. «Правила поглощения акционерных обществ: сравнительно-правовой анализ: Монография» («Волтерс Клувер», 2010), С. 320.

<sup>36</sup>Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право: Общие положения: - М.: Статут, 1997, С. 848.

которого покупатель обязан сделать публичное предложение о приобретении остальных акций: чем выше такой уровень, тем легче и дешевле для покупателя приобретение крупных пакетов акций)<sup>37</sup>, которое позволяет оказывать существенное влияние на деятельность общества.

При добровольном предложении покупатель свободен в установлении цены за приобретаемые акции и количества голосующих акций, которые он намеревается приобрести, а также иных условий оплаты, в частности, сроков, порядка и формы оплаты ценных бумаг. Правила ст. 84.1 ФЗ об АО задают лишь минимальный набор требований для покупателя и он связан менее жесткими рамками, поэтому добровольное предложение для инвестора более выгодно. Также подача добровольного предложения значительно дешевле направления обязательного предложения, так как не требует привлечения оценщика.

В п.5 ст. 84.1 ФЗ об АО установлен особый способ оплаты приобретаемых акций. В этой норме указывается обязанность лица, направляющего добровольное предложение, приложить банковскую гарантию для уплаты прежним владельцам ценных бумаг стоимости проданных ценных бумаг в случае неисполнения лицом, направившим добровольное предложение, обязанности оплатить в срок приобретаемые ценные бумаги.

Банковская гарантия, сопровождающая предложение о поглощении, - сугубо российское изобретение, в общем неизвестное в таком императивном виде ни одному зарубежному правопорядку, где поглощения урегулированы законодательно<sup>38</sup>. Законодатель, вводя правила о банковской гарантии, преследовал достижение нескольких целей. Во-первых, банковская гарантия обеспечивает исполнение обязательств покупателем ценных бумаг, что позитивно отражается на механизме приобретения крупных пакетов акций в целом. Во-вторых, банковская гарантия требует крупных финансовых вложений

---

<sup>37</sup>Гомцяи С.В. «Правила поглощения акционерных обществ: сравнительно-правовой анализ: Монография» («Волтерс Клувер», 2010), С. 320.

<sup>38</sup>Д. Степанов, «Поглощения, осуществляемые путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров, Журнал «Хозяйство и право», №5 май 2006 г., С. 3-23.



и позволяет показать реальную заинтересованность лица в приобретении акций компании-цели. Таким образом, банковская гарантия направлена на защиту и обеспечение экономических интересов продавцов ценных бумаг и защищает общество от возможных недобросовестных действий со стороны потенциального приобретателя.

Законодатель установил достаточно большой перечень видов (типов), категорий ценных бумаг, которые должны приобретаться или могут быть приобретены посредством направления как добровольного, так и обязательного предложений. Данный перечень содержится в п. 1 ст. 84.1 Закона об АО: 1) обыкновенные акции; 2) привилегированные акции, имеющие право голоса в соответствии с п.5 статьи 32 ФЗ об АО; 3) эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в голосующие акции общества.

Фактически в этот перечень включены акции, имеющие право голоса на общем собрании акционеров. Некоторые авторы предлагают включить в этот перечень все привилегированные акции<sup>39</sup>. Однако из всех тех случаев, когда привилегированные акции имеют право голоса на общем собрании акционеров, законодатель отобрал только те, в которых привилегированные акции становятся голосующими в случаях принятия решений о невыплате или неполной выплате дивидендов (п.5. ст. 32 ФЗ об АО). С одной стороны, такая идея законодателя может рассматриваться как позитивная, но, с другой, ее практическое применение формирует множество проблем и вопросов. Эти положения закона могут провоцировать крупных акционеров на невыплату дивидендов с целью:

А) включение привилегированных акций общества в список ценных бумаг, которые можно приобрести по добровольному предложению или по нормам статьи 84.8 ФЗ об АО;

---

<sup>39</sup>Габов А.В. «Об основных проблемах применения правил поглощения акционерных обществ». Журнал российского права. №9. 2007. С.68

Б) «принуждения» владельцев привилегированных акций к продаже принадлежащих им ценных бумаг.

Необходимо отметить, что некоторые авторы неоднозначно воспринимают институт добровольного предложения. В частности, Д.В. Ломакин подвергает сомнению необходимость закрепления в законодательстве особой процедуры добровольного предложения. При этом он отмечает, что в специальной литературе данный вопрос уже поднимался (В.И. Добровольский, Д.И. Степанов)<sup>40</sup>. Далее Д.В. Ломакин задается вопросом: действительно, чем можно обосновать соблюдение дополнительных формальностей, связанных с намерением лица приобрести крупный пакет акций, предусмотренных [ст. 84.1](#) ФЗ об АО, если законодатель допускает такое приобретение и в обычном порядке?<sup>41</sup>.

Смысл появления такой новации как добровольное предложение заключается в том, чтобы заставить потенциальных приобретателей крупных пакетов акций покупать, эти акции открыто. Вынудив потенциального приобретателя направлять добровольное предложение, законодатель пытается дать возможность миноритарным акционерам отслеживать изменение структуры акционерного капитала и появление крупных акционеров. То есть данное положение призвано обеспечить защиту прав и законных интересов акционеров. Кроме того, такое предложение расширяет спектр вариантов действий инвесторов при приобретении небольшого пакета акций.

Интересна арбитражная практика, связанная с направлением добровольного предложения. Пункт 2 ст. 84.1 Федерального закона об АО содержит определенные требования для добровольного предложения. В правоприменительной практике возникает вопрос: возможно ли признать недействительным добровольное предложение, если оно не содержит всех

---

<sup>40</sup>См.: Добровольский В.И. [Проблемы корпоративного права](#) в арбитражной практике. М., 2006. С. 358 - 362; Степанов Д. [О недостатках российского закона](#) о поглощениях // Корпоративный юрист. 2006. № 6. С. 6 - 12.

<sup>41</sup>Ломакин Д.В. [Корпоративные правоотношения](#): общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. М., 2008, С. 511.

необходимых требований, предусмотренных Законом, учитывая, что последствием поступления в публичное акционерное общество добровольного предложения являются возникновение определенных для акционерного общества обязательств, предусмотренных ст. 84.6 ФЗ об АО (в частности, по порядку одобрения крупных сделок, сделок с заинтересованностью, увеличения уставного капитала)?

Арбитражные суды, принимая решения об отказе в удовлетворении исковых требований о признании недействительным добровольного предложения, исходят из того, что публичная оферта в виде добровольного предложения о приобретении акций не является сделкой в смысле ст. 153 ГК РФ, и в связи с этим добровольное предложение не может быть признано недействительным. В качестве примера можно привести Постановление Федерального арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 26 июня 2008 г. № Ф04-3311/2008(5712-А45-11)<sup>42</sup>.

Как только лицо становится держателем 30% +1 акции, то вступает в действие следующая процедура, предусмотренная статьей 84.2 ФЗ об АО, которая устанавливает порядок выкупа акций путем направления обязательного предложения. В этом случае лицо уже обязано выполнить предписания вышеуказанной статьи.

---

<sup>42</sup>Постановление Федерального арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 26 июня 2008 г. № Ф04-3311/2008(5712-А45-11).

## **§2. Особенности направления обязательного предложения о приобретении акций публичного общества.**

Наряду с добровольным предложением акционерам предоставлен и более жесткий механизм защиты прав - обязательное предложение.

Императивная обязанность направления обязательного предложения, установленная статьей 84.2 Закона об АО, всем владельцам акций и конвертируемых в них ценных бумаг, не может быть исключена по воле приобретателя акций, либо по решению акционеров, либо как-нибудь другим способом.

Для комплексного понимания процедуры обязательного предложения будет рассмотрена его правовая природа как средство защиты прав и интересов акционеров при приобретении крупных пакетов акций, теоретические и практические положения института обязательного предложения в российской правовой системе.

Одним из официальных и догматических оснований целесообразности введения норм об обязательном предложении является именно защита прав миноритарных акционеров, но не все исследователи согласны с этим тезисом. Некоторые авторы полагают, что институт обязательного предложения снижает активность на рынке поглощений, являясь препятствием как для сделок, которые снижают стоимость акций, так и для тех, которые могли бы повысить ее.

При установлении правила обязательного предложения в распоряжении законодателя имеется ряд инструментов, которые непосредственно влияют на институт приобретения крупных пакетов акций в целом. Во-первых, законодатель определяет пороговое значение, т.е. уровень, при превышении которого покупатель обязан направить обязательное предложение о приобретении остальных акций. Представляется, что чем выше уровень указанного порога, тем покупателю меньше препятствий и дешевле обходится приобретение акций. Во-вторых, законодатель императивно указывает

формирование стоимости выкупаемых акций. Эти положения закона стараются наделить миноритариев базовыми гарантиями и защитить их интересы.

После направления обязательного предложения приобретатель должен быть готов выкупить все акции или вовсе не пытаться устанавливать контроль над обществом. Но у потенциального приобретателя может не хватить денежных средств на покупку 100% акций. Даже при наличии финансов приобретатель может отказаться от покупки, решив инвестировать свои средства другим образом. Поэтому есть риск того, что «позитивный» покупатель откажется от сделки, как и в случае с «негативным». Осуществление затрат на выкуп всех 100% акций могут сократить бюджет приобретателя, который воздержится от дальнейшего развития компании-цели (улучшение менеджмента, модернизация производства и т.д.). Несмотря на теоретические рассуждения о такой возможности, на практике нет статистических данных несостоявшихся по этой причине приобретений, как и тех приобретений, которые не произошли в связи с отсутствием денежных средств на выкуп всех акций компании<sup>43</sup>.

Некоторые авторы выдвигают аргумент против обязательного предложения, заключающийся в том, что не доказано извлечение большей выгоды новым контролирующим акционером, нежели его предшественником, поэтому и защищать интересы миноритариев не надо. Стоит отметить, что возможность извлечения особой выгоды контроля во многом зависит от личности приобретателя. Сравним две ситуации. В первой иностранный производитель выходит на локальный рынок. Для компании-цели это может быть очень позитивно, так как появляются новые возможности развития и сбыта продукции в регионе и по всему миру. Во втором случае представим покупку той же компании местными конкурентами, которые по своему усмотрению будут распределять между компаниями своей группы объемы производства и заказы на продукцию. Так они могут решить вкладывать больше

---

43<sup>□</sup> Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. («Инфотропик Медиа», 2012), С. 224.

денег в другую организацию, продукция которой им кажется более перспективной, вместо инвестиций в модернизацию вновь приобретенной компании.

Следует отметить, что институт обязательного предложения основан на презумпции негативного эффекта (негативных последствий)<sup>44</sup>. Смена контроля представляет собой риск, который согласно целям обязательного предложения акционеры не должны брать на себя. Законодатель не устанавливает критериев негативности эффекта при приобретении контроля. Приобретение контроля может иметь положительный эффект для всех акционеров и общества или же быть позитивным для одних и негативным для других. Следовательно, раз негативных последствий может и не быть, то могут отсутствовать и нарушения прав и интересов акционеров, но право на защиту все равно возникает в силу презумпции негативного эффекта.

В связи с вышесказанным хотелось бы высказать некоторые замечания относительно требований, предъявляемых ст. 84.2 ФЗ об АО к содержанию обязательного предложения. Раздел о планах приобретателя в отношении компании и ее работников требует доработки. Исходя из формулировки статьи, раскрытие планов в принципе не является обязательным: «В обязательном предложении могут быть указаны планы лица...». Таким образом, акционерам предлагается принять инвестиционное решение, а дополнительной информации о планах приобретателя может не предоставляться. Очевидно, что в такой ситуации акционеры стараются избавиться от акций как можно скорее, поэтому необходимо установить в указанной статье императивную обязанность о предоставлении планов развития компании потенциальным покупателем.

Подробное описание планов может быть выгодно приобретателю. Для того чтобы снизить расходы на выкуп акций миноритариев, он должен убедить их сохранить статус акционеров. Такой подход может во многом решить основную проблему обязательного предложения - чрезмерные расходы поглощающего

---

<sup>44</sup> Пикуза А.Н., науч. рук. Максимова С.А., Магистерская диссертация на тему «Проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций», «НИИ «ВШЭ», Москва, 2013, С. 104.

субъекта, который, намереваясь установить контроль, должен рассчитывать на выкуп всех 100% акций.

Таким образом, следует отметить, что институт обязательного предложения имеет как активное действие, так и пассивное. Активное действие проявляется в случае, когда работает механизм обязательного предложения. Защита прав и охраняемых законом интересов акционеров реализуется посредством акцепта обязательного предложения. О пассивном действии можно говорить, так как само по себе наличие в законодательстве такого института, как обязательное предложение, предотвращает сделки, которые могут негативно отразиться на функционировании общества.

Обязательное предложение в широком значении представляет собой способ защиты прав акционеров<sup>45</sup>. В результате смены корпоративного контроля у акционера появляется право на защиту своих экономических интересов. Содержание данного права является возможность продажи акций, а именно: 1) возможность совершения действий, направленных на проведение процедуры выкупа акций, в том числе акцепт обязательного предложения; 2) возможность требовать от приобретателя направления обязательного предложения. Однако данное право должно быть обеспечено принудительной силой государства, предусматривающей, в частности, возможность обращения в суд для понуждения приобретателя направить предложение акционерам компании. В настоящее время, на практике такая возможность отсутствует. Суды отказывают акционерам в защите и указывают, что законодатель при не направлении владельцем крупного пакета акций обязательного предложения установил специальные правовые последствия, а именно - частичную утрату приобретателем прав голоса по акциям, а также административную ответственность<sup>46</sup>. Представляется, что в законе необходимо прямо закрепить право акционеров обратиться в суд с требованием к приобретателю о

---

45<sup>□</sup>Ломакин Д.В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. С. 511.

46<sup>□</sup>См., например: Определение ВАС РФ от 25.08.2009 № ВАС-9041/09

исполнении обязанности по направлению обязательного предложения.

Установив, что обязательное предложение является специальным корпоративным средством защиты, необходимо рассмотреть несколько проблемных вопросов данного института в правоприменительной практике.

1. Возникает вопрос о применимости правил приобретения крупных пакетов акций и, в частности, о возникновении у поглощающего субъекта обязанности сделать предложение акционерам второй компании при смене косвенного контроля над компанией.

Профессор Осипенко О.В. определяет косвенный контроль как «вертикальную» зависимость юридических лиц в силу контрольного участия одного в капитале другого<sup>47</sup>. Таким образом, можно подразумевать, что косвенное поглощение являет собой установление фактического корпоративного контроля при поглощении материнской компании-цели над ее дочерними компаниями либо организациями, где доля участия или пакет акций поглощаемой цели превышает пороговые величины, предусмотренные главой XI.1 Закона об акционерных обществах<sup>48</sup>.

Согласно ст. 84.2 в редакции 2006 года приобретатель обязан сделать предложение всем остальным акционерам в случае приобретения определенного «количества акций открытого общества» в течение установленного срока «с момента внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо)». Указанные в статье признаки четко ориентированы на приобретение именно прямого контроля. Таким образом, для возникновения обязанности сделать обязательное предложение, помимо смены контроля должна была произойти и формальная смена акционеров данного общества.

---

47<sup>□</sup> Осипенко О.В. «Корпоративный контроль: экспертные проблемы эффективного управления дочерними компаниями. Установление корпоративного контроля» (книга 1) («Статус» 2013), С. 517.

48<sup>□</sup> Свашенко А.С., выпускная квалификационная работа: «Некоторые проблемы правового регулирования слияний и поглощений в российском праве»; науч. рук. Д.А. Жмулина; СПбГУ, Кафедра коммерческого права. – СПб, 2015 – 68 с.



Суды придерживались именно такой позиции. В одном из дел истец обратился в Арбитражный суд г. Москвы с иском к ООО «Дело-Центр» об обязанности ответчика заключить с истцом договор купли-продажи акций ОАО «Комбинат «Стройкомплект». Свою позицию истец обосновал тем, что ответчик приобрел 100% долей в трех ООО, которые, в свою очередь, владели 85% акций ОАО «Комбинат «Стройкомплект», акционером которого являлся истец. Истец указывал, что в результате такого косвенного приобретения ответчик получил контроль над ОАО и должен был сделать всем остальным акционерам ОАО обязательное предложение.

Суды формально истолковали нормы ст. 84.2 Закона об АО и отказали в иске. В [мотивировочной части](#) Девятый арбитражный апелляционный суд указал, что «в апреле 2007 года действовала редакция данной [статьи](#), согласно которой лицо, которое приобрело более 30 процентов общего количества акций... в течение 35 дней с момента внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) обязано направить... публичную оферту о приобретении... ценных бумаг» и «следует учесть, что ответчик не является акционером ОАО «Комбинат «Стройкомплект» и указанный лицевой счет у него отсутствует, в связи с чем какие-либо приходные записи по нему не могли быть внесены»<sup>49</sup>.

В 2007 г. были приняты поправки, добавившие в [ст. 84.2](#) формулировку, в соответствии с которой лицо было обязано сделать обязательное предложение «с момента внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету (счету депо) или с момента, когда это лицо узнало или должно было узнать о том, что оно самостоятельно или совместно с его аффилированными лицами владеет указанным количеством таких акций». На первый взгляд новая редакция снимает основное противоречие, не позволяющее применять нормы об обязательном предложении к ситуации приобретения косвенного контроля, а именно - исчезает жесткая привязка факта приобретения контроля и необходимости делать обязательное предложение к моменту внесения в реестр

---

<sup>49</sup> [Постановление](#) Девятого арбитражного апелляционного суда от 18.12.2007 № 09АП-15701/2007-ГК.

записи о переходе прав на акции<sup>50</sup>.

Однако восприятие данных изменений в рамках правоприменительной практики не изменило ранее выработанного подхода об отсутствии необходимости в направлении обязательного предложения при смене косвенного контроля. Так в Постановлении Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.01.2014 г. № 09АП-44059/2013-ГК по делу № А40-107280/2013<sup>51</sup> отмечено, что отсутствие в содержании статьи 84.2 ФЗ «Об акционерных обществах» ссылки на косвенное приобретение акций свидетельствует о том, что закон не связывает косвенное приобретение акций с обязанностью по направлению публичной оферты. Принимая во внимание указанные обстоятельства, суд отказал в удовлетворении иска в связи с его необоснованностью. В своем Определении от 11.09.2014 г. по этому же делу ВС РФ отказал в передаче кассационной жалобы для рассмотрения в Судебной коллегии по экономическим спорам. Суд сослался на отсутствие приходной записи по лицевому счету (счету депо) ответчика, служащей в силу закона подтверждением приобретения прав на ценные бумаги.

Для сравнения можно привести японский опыт. В 2010 г. компания KDDI Corp. объявила о приобретении ряда юридических лиц, владеющих около 38% акций публичной компании Jupiter Telecommunications Co., Ltd.. Такая структура сделки формально не подпадала под действие правила обязательного предложения, так как контроль сменялся косвенно<sup>52</sup>. Японский регулятор немедленно объявил о том, что начал расследование и, возможно, потребует сделать публичную оферту всем акционерам компании-цели<sup>53</sup>. После ряда публичных выпадов покупатель принял решение об уменьшении количества приобретаемых акций ниже порога, требующего направления обязательного

---

50 Мальцев А. [Обязательное предложение в условиях аффилированности](#) // ЭЖ-Юрист. 2007. № 7. С. 15

51 Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.01.2014 г. № 09АП-44059/2013-ГК по делу № А40-107280/2013.

52 Цит. по: <http://www.intellasia.net/news/articles/regional/111286474.shtml>;

[http://www.kddi.com/english/corporate/news\\_release/2010/0125/index.html](http://www.kddi.com/english/corporate/news_release/2010/0125/index.html).

53 Цит. по: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ai2Yb8LDUeRY>

предложения. Вскоре регулятор издал разъяснения, указав на то, что правило обязательного предложения действует и при смене косвенного контроля<sup>54</sup>.

В доктрине мнения на этот счет разделились. Так Попов А.Е.<sup>55</sup> указывает, что из толкования акционерного закона необходимо делать обязательное предложение при приобретении косвенного контроля над компанией. В свою очередь Добровольский В.И.<sup>56</sup> считает, что согласно ст. 84.2 ФЗ об АО для направления обязательного предложения необходимо формально владеть акциями организации.

В пункте 344 Кодекса Корпоративного управления сказано, что совету директоров следует также следить за тем, чтобы само общество при осуществлении поглощения другого общества соблюдало требования законодательства с учетом принципов и рекомендаций, изложенных в настоящем Кодексе (в частности, направляло оферту акционерам поглощаемого общества в случаях косвенного поглощения). Таким образом, рекомендательная позиция Центрального Банка, изложенная в этой статье, указывает на необходимость направления оферты (обязательного предложения) при косвенном установлении корпоративного контроля.

Защита акционеров при смене косвенного контроля требует дополнительного законодательного регулирования. Отказ в защите прав в таких ситуациях нарушает общеправовые принципы. Регулирование лишь установления прямого контроля делает обязательное предложение о приобретении крупных пакетов акций неэффективным средством защиты прав и интересов акционеров при установлении косвенного контроля над обществом.

2. Следующей важной проблемой является определение круга владельцев акций, которым предоставляется такое средство защиты прав и интересов, как

---

<sup>54</sup> Цит. по: <http://uk.practicallaw.com/5-502-2122>.

<sup>55</sup> Попов А.Е. «Поглощение посредством приобретения косвенного контроля» // Законодательство. № 2.2010 г., С. 39-48.

<sup>56</sup> Добровольский В.И. [Применение корпоративного права](#): Практическое руководство для корпоративного юриста. М.: Волтерс Клувер, 2008. С. 251.

обязательное предложение. Акционерные общества в России могут иметь две группы участников, разделяемых в зависимости от категории принадлежащих им акций, - владельцев обыкновенных и привилегированных акций. Этим правом должны быть наделены как минимум владельцы обыкновенных акций, так как они составляют основу компании. Значит, неопределенность остается лишь в отношении второй категории.

Согласно действующему законодательству, приобретатель обязан сделать предложение владельцам обыкновенных акций и привилегированных акций, предоставляющих право голоса в соответствии с [п. 5 ст. 32](#) Закона об АО, а также конвертируемых в них ценных бумаг<sup>57</sup>. Несмотря на это, есть авторы, отстаивающие позицию, согласно которой предложение на основании [ст. 84.2](#) должно направляться всем владельцам привилегированных акций<sup>58</sup>. При постановке данной проблемы авторы исходят из того, что раз мы наделяем защитой одних акционеров, то почему бы не сделать то же самое и для других. Такой опыт имеется в зарубежных странах, например Великобритании. [Директива](#) о поглощениях оставляет этот вопрос на усмотрение стран-участниц, требуя обеспечения защиты хотя бы владельцев акций, предоставляющих право голоса. Однако интерес приобретателя состоит именно в получении контроля путем приобретения как можно меньшего количества акций для минимизации расходов.

В соответствии с [п. 5 ст. 32 ФЗ](#) об АО наделяя владельцев привилегированных акций правом голосом, законодатель предоставляет специальную защиту их экономическим интересам. Они «имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором независимо от причин не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение о неполной выплате

---

<sup>57</sup>См.: [п. 1 ст. 84.1](#) и [п. 1 ст. 84.2](#) ФЗ об АО.

<sup>58</sup>См.: Глушецкий А., Степанов Д. Вытеснение и поглощение. Практический комментарий к новой главе Закона. М., 2006, С. 224.

дивидендов по привилегированным акциям этого типа».

Включение общего правила об обязательном приобретении всех привилегированных акций чрезмерно увеличит нагрузка на сделку и негативно отразится на активности рынка смены корпоративного контроля, что противоречит целям законодательного регулирования. Так, например, уставный капитал ОАО «Мечел» состоит из 555027660 акций, 25% или 138756915 единиц из которых являются привилегированными. Средняя цена по итогам торгов на РТС составила 62,01 руб. за одну обыкновенную и 39,87 руб. за одну привилегированную акции компании. Следовательно, если общество станет объектом поглощения и при условии действия обязательного предложения в отношении обеих категорий акций, расходы приобретателя составят приблизительно 25,8 млрд. рублей, из которых 5,5 млрд., или 16%, придется на привилегированные акции<sup>59</sup>.

Ограничение действия обязательного предложения только голосующими акциями известно и зарубежному законодательству. В настоящее время странами, применяющими правовой режим приобретения крупных пакетов акций только к голосующим акциям, являются Италия и Бразилия.

Представляется обоснованным действующий законодательный режим, согласно которому право продажи акций принадлежит владельцам привилегированных акций, получившим право голоса в результате невыплаты дивидендов. Также независимо от размера пакета акций и других факторов все владельцы обыкновенных акций получают равную защиту, которая выражается в равенстве условий получаемого предложения, равном объеме предоставляемой информации, равном отношении со стороны приобретателя и совета директоров и т.д. Таким образом, обязательное предложение утверждает равенство среди миноритарных акционеров<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> Информация по состоянию на 31 марта 2016 г. в отношении уставного капитала и котировок взята с сайтов компании (<http://www.mechel.ru/i>) и биржи РТС (<http://www.rts.ru>).

<sup>60</sup> Попов А.Е. «Обязательное предложение как средство защиты прав и интересов акционеров» // Законодательство. № 7. 2011 г., С. 44-54.

3. Проблема определения цены приобретаемых акций является одной из ключевых в рамках процедуры обязательного предложения при приобретении крупных пакетов акций. Цена выкупа на основании обязательного предложения в европейских странах устанавливается не ниже размера вознаграждения, полученного мажоритарием за контрольный пакет. Зарубежные исследователи давно обратили внимание на то, что стоимость отчуждаемого мажоритарием пакета включает в себя два элемента: рыночную цену акций и дополнительную премию. Последняя уплачивается за контроль над компанией-целью.

В основе требования о разделе контрольной премии лежит экономическая концепция о том, что корпоративный контроль является активом, принадлежащим всем акционерам, и цена, уплаченная за него, не может быть единолично присвоена мажоритарием. Поэтому в литературе встречаются точки зрения<sup>61</sup>, что цена обязательного предложения должна быть средним арифметическим рыночной стоимости акций и цены, уплаченной продавцу контрольного пакета, включающей премию за контроль.

В Российском законодательстве механизм определения цены акций в случае обязательного предложения следующий. Цена приобретаемых ценных бумаг на основании обязательного предложения не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам организованных торгов за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в Банк России в соответствии с п. 1 и 2 ст. 84.9 ФЗ об АО. Если ценные бумаги не обращаются на организованных торгах или обращаются на торгах менее чем шесть месяцев, цена приобретаемых ценных бумаг не может быть ниже их рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком. Поскольку цена акций, входящих в мелкий пакет отличается от цены таких же акций в крупном пакете, закон устанавливает, что оценщик должен определить рыночную стоимость одной акции независимо от размера пакета, в который она

---

<sup>61</sup> Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. («Инфотропик Медиа», 2012), С. 224.

входит<sup>62</sup>.

Однако, несмотря на привлечение оценщика акционеры в России, получившие обязательное предложение, зачастую не соглашались с указанной в нем ценой, по которой ему предложено продать ценные бумаги, считая ее заниженной. Защищая свои права, акционеры обращаются в арбитражные суды с исковыми заявлениями о признании недействительным обязательного предложения. Однако арбитражные суды пришли к выводу, что обязательное предложение не порождает обязанности неопределенного круга акционеров совершить действия, связанные с отчуждением своих акций, и соответственно отсутствует нарушенное право истца, на восстановление которого направлено соответствующее исковое заявление. Подобный вывод сделан, в частности, в Постановлении ФАС МО от 13 января 2009 г. N КГ-А40/12440-08<sup>63</sup>. Другие акционеры, продавая свои акции в порядке ст. 84.2 Закона, в дальнейшем, считая, что цена является заниженной, обращаются в арбитражные суды с иском о взыскании убытков. Однако арбитражные суды снова исходят из того, что выкуп не является принудительным, обязательное предложение предполагает свободное волеизъявление акционеров на продажу принадлежащих им акций, и отказывают в удовлетворении исковых требований. Примером может служить Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 14 июля 2009 г. № КГ-А40/6083-09<sup>64</sup>.

4. Еще одна существенная проблема, связанная с определением цены ценных бумаг. Так, в соответствии с п. 4 ст. 84.2 Закона цена приобретаемых ценных бумаг на основании обязательного предложения не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организатора торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в федеральный орган исполнительной

---

62 Корпоративное право : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / О.А. Макарова; предисловие В.Ф. Попондопуло. – М.: Издательство Юрайт, 2015. – 334 с. – Серия: Бакалавр и магистр. Академический курс.

63 Постановление ФАС МО от 13 января 2009 г. N КГ-А40/12440-08.

64 Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 14 июля 2009 г. № КГ-А40/6083-09.

власти по рынку ценных бумаг в соответствии с п. п. 1 и 2 ст. 84.9 Закона. Также если в течение шести месяцев, предшествующих дате направления в публичное общество обязательного предложения, лицо, направившее обязательное предложение, или его аффилированные лица приобрели либо приняли на себя обязанность приобрести соответствующие ценные бумаги, цена приобретаемых ценных бумаг на основании обязательного предложения не может быть ниже наибольшей цены, по которой указанные лица приобрели или приняли на себя обязанность приобрести эти ценные бумаги.

Однако возникает вопрос, по какой цене следует выкупать акции, если акционер, приобретая ценные бумаги по высокой цене, в нарушение норм Закона направляет обязательное предложение только по истечении 6-месячного срока, когда цена акций по каким-либо причинам существенно снизилась<sup>65</sup>. Разрешая данный вопрос, арбитражные суды исходят из того, что последствия нарушения срока направления обязательного предложения в виде возможности продления этого срока в целях определения цены акций, подлежащих выкупу, действующим законодательством не предусмотрено, поэтому цена акций должна определяться на момент поступления обязательного предложения в публичное акционерное общество. В качестве примера можно привести дело № А08-3197/2008-29, рассмотренное Федеральным арбитражным судом Центрального округа в Постановлении от 4 июня 2009 г. № Ф10-1914/09<sup>66</sup>. Таким образом, этот недостаток действующего законодательства может приводить к злоупотреблениям со стороны крупных акционеров.

5. В соответствии с п. 1 ст. 84.2 ФЗ «Об акционерных обществах» установлен предельный срок - 35 дней, когда необходимо направить обязательное предложение. Но что происходит, если акционер, ставший владельцем более 30% акций, в течение предельного срока перестает быть владельцем акций? Обязан ли он направить обязательное предложение? Разрешая обозначенную проблему, судебные инстанции исходят из того, что если акционер или группа

---

<sup>65</sup> <http://vegaslex.ru/analytics/publications/80880/>

<sup>66</sup> Постановление ФАС Центрального округа от 4 июня 2009 г. № Ф10-1914/09, по делу № А08-3197/2008-29.



аффилированных лиц приобретут пакет акций, порождающий обязанность направить остальным акционерам обязательное предложение, но в итоге избавятся от части приобретенных акций, то такие лица освобождаются от обязанности направлять обязательное предложение поскольку в этом случае уровень корпоративного контроля становится ниже установленного законом порогового значения и необходимость в защите прав других акционеров также отпадает. Так, в Постановлении ФАС Поволжского округа от 26.06.2012 г. по делу № А12-12288/2011<sup>67</sup> суд, применив статью 84.2 Закона, указал, что если впоследствии (в пределах установленного законом 35-дневного срока, либо после его истечения) лицо продает все или часть принадлежащих ему акций открытого акционерного общества, либо по иным основаниям перестает быть владельцем указанного количества акций, основание, по которому у него возникает обязанность направить обязательное предложение, прекращает свое действие.

6. В правоприменительной практике часто возникает вопрос: если у лица в силу ст. 84.2 Закона возникла обязанность направить обязательное предложение, однако у него отсутствует возможность получить банковскую гарантию, которая должна быть приложена в соответствии с п. 3 ст. 84.2 Закона, то в данном случае обязан ли акционер направить обязательное предложение? В данной ситуации арбитражные суды исходят из того, что действующее законодательство ставит направление лицом, приобретшим более 30 процентов акций публичного общества, обязательного предложения в зависимости именно от факта перехода к нему права собственности на указанный пакет акций, вне зависимости от каких-либо обстоятельств, в частности финансового состояния покупателя акций, наличия у него возможности приобрести банковскую гарантию. Подобный вывод можно найти в различных судебных решениях, в частности в Постановлении Федерального арбитражного суда Поволжского округа от 12 декабря 2008 г. по делу № А65-5886/08<sup>68</sup>.

---

<sup>67</sup>Постановление ФАС Поволжского округа от 26.06.2012 г. по делу № А12-12288/2011.

7. Также существует проблема, при которой миноритарные акционеры обращаются с требованиями к крупным акционерам, как об обязанности направить предложение о приобретении ценных бумаг, так и требованиях о выкупе акций. Однако суды отказывают в удовлетворении таких требований<sup>69</sup>, мотивируя это тем, что законодательство предусматривает только два последствия неисполнения обязанности, закрепленной в пункте 1 статьи 84.2 Закона, а именно ограничение количества акций, которыми такое лицо и его аффилированные лица вправе голосовать, а также уплата штрафа, предусмотренная статьей 15.28 Кодекса Российской Федерации об административных правонарушениях. В сложившейся ситуации некоторые мажоритарные акционеры вполне удовлетворены, что в их пакете голосующими являются акции в пределах 30/50/75%. В большинстве случаев такого количества достаточно как для достижения кворума, так и для принятия необходимых решений. Кроме того, уплата штрафа за несоблюдение требований законодательства о направлении обязательного предложения может быть для мажоритарного акционера гораздо менее обременительной, чем выкуп акций и оформление необходимой для проведения процедуры выкупа банковской гарантии.

Попытка повысить защиту интересов миноритарных акционеров была сделана в проекте Информационного письма Президиума ВАС РФ «О некоторых вопросах практики применения арбитражными судами главы XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах»<sup>70</sup>. В пункте 5 указанного проекта предлагалось закрепить право миноритариев на обращение в суд с требованием об обязанности лица, приобретшего более 30% акций, исполнить

---

68<sup>3</sup>Постановлении Федерального арбитражного суда Поволжского округа от 12 декабря 2008 г. по делу № А65-5886/08.

69<sup>1</sup>Постановление ФАС Дальневосточного округа от 31.05.2013 г. № Ф03-1833/2013 по делу № А51-8475/2012; Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.01.2014 г. № 09АП-44059/2013-ГК по делу № А40-107280/2013; Постановление ФАС Волго-Вятского округа от 24.02.2014 г. по делу № А43-8555/2013).

70<sup>2</sup> Проект Информационного письма Президиума ВАС РФ «О некоторых вопросах практики применения арбитражными судами главы XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах».

обязанность, предусмотренную статьей 84.2 Закона, направив обязательное предложение. Однако данный проект принят не был.

Таким образом, с учетом позитивных свойств института обязательного предложения очевидна его необходимость в российской правовой системе. Возникшие проблемы при применении данного института в большей части успешно разрешаются арбитражными судами. Однако для единообразного толкования, возникающих проблемных правоотношений, требуется внесение дополнений в действующее законодательство.

Так в государственную думу 5 апреля внесен Законопроект № 1036047-6 «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации (в части совершенствования правового регулирования приобретения крупных пакетов акций публичных акционерных обществ)»<sup>71</sup>. В пояснительной записке целью законопроекта указано совершенствование законодательства в сфере регулирования отношений, связанных с приобретением крупных пакетов акций публичных акционерных обществ. Авторы законопроекта указывают, что его принятие позволит устранить имеющиеся пробелы в законодательстве, повысить правовую определённость процедуры поглощения при одновременном сохранении баланса интересов её участников, уровень защиты прав и законных интересов акционеров и инвесторов. Это будет способствовать улучшению качества корпоративного управления в акционерных обществах, повышению инвестиционной привлекательности российского финансового рынка.

Законопроект предлагает разрешить некоторые рассматриваемые проблемы, в частности:

1. Определить отношения связанности (аффилированности) между лицами. При этом к лицам, фактически образующим одну группу, будут

---

<sup>71</sup>Законопроект № 1036047-6 «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации (в части совершенствования правового регулирования приобретения крупных пакетов акций публичных акционерных обществ)»

относиться как аффилированные лица, так и лица, осуществляющие косвенный контроль, «контролирующие лица» и «подконтрольные лица (подконтрольные организации)»; распространить обязанность по направлению обязательного предложения, а также последствия, связанные с неисполнением такой обязанности, на всех лиц, которые получают определенный (высокий) уровень корпоративного контроля, независимо от того, каким образом (прямо или косвенно, самостоятельно или совместно с иными лицами) такие лица распоряжаются голосами, приходящимися на голосующие акции публичного акционерного общества;

2. распространить правила приобретения крупных пакетов акций публичных акционерных обществ, на акционеров - владельцев неголосующих привилегированных акций публичного акционерного общества, а также на владельцев эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в неголосующие привилегированные акции публичного акционерного общества.

3. Кроме того, законопроект вводится новый механизм защиты прав владельцев ценных бумаг в случае, если лицо, получившее высокий уровень корпоративного контроля, не направило обязательное предложение. В этой ситуации владельцу ценных бумаг предоставляется право направить данному лицу требование об их выкупе с указанием минимальной цены. Общество раскрывает информацию о поступлении первого такого требования и направляет другие поступающие требования владельцев ценных бумаг лицу, получившему корпоративный контроль.

Предполагается, что указанные изменения могут вступить в силу 1 июля 2016 года. Таким образом, законодательная реформа корпоративного права устранит некоторые спорные вопросы действующего института приобретения крупных пакетов акций, в том числе, связанные с направлением обязательного предложения, что позволит повысить стабильность оборота.

### **Глава 3. Особенности приобретения одним лицом более 95 процентов акций публичного акционерного общества**

#### **§1. Общая характеристика приобретения одним лицом 95 процентов акций**

Особый правовой режим приобретения более 95% акций установлен во избежание негативных последствий смены корпоративного контроля. Как отмечает Ю.С. Поваров, законодательство о поглощениях имеет своей целью не только защиту крупных акционеров от мелких, но и наоборот, поскольку акционерная практика свидетельствует о том, что миноритарии нередко злоупотребляют своими правами, «шантажируя» крупных акционеров.<sup>72</sup>

Если прежде ст. 80 ФЗ об АО действовала, только применительно к акционерным обществам, в которых число акционеров – владельцев обыкновенных акций превышало 1000, то в настоящее время численное ограничение количества акционеров снято. Поэтому при приобретении 95% акций установлен особый порядок, способствующий урегулированию конфликта интересов между участниками акционерного общества при значительной численности мелких акционеров, часть из которых вероятно не желает продавать свои акции. Кроме того, в соответствии с действующими положениями акционерного законодательства особый режим вытеснения миноритарных акционеров действует только применительно к публичным акционерным обществам (п. 1 ст. 84.7 и п. 1 ст. 84.8 ФЗ об АО).

Приобретение одним лицом более 95% акций компании порождает две группы последствий:

1. Обязанность указанного лица выкупить у остальных владельцев ценных бумаг принадлежащие им акции или иные ценные бумаги, конвертируемые в акции;
2. Право указанного лица требовать у миноритарных акционеров или иных владельцев эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, продажи ему принадлежащих им ценных бумаг.

---

<sup>72</sup>Поваров Ю.С. Акционерное право России: Учебник. М., 2009. С. 375

В первом случае владелец 95% акций направляет в адрес общества уведомления владельцам ценных бумаг о наличии у них права требовать выкуп. Общество самостоятельно извещает акционеров и иных владельцев ценных бумаг о предоставлении ему указанного уведомления. Требования владельцев о выкупе принадлежащих им ценных бумаг могут быть предъявлены не позднее чем через шесть месяцев со дня направления им соответствующих уведомлений.

Право, указанное во втором случае, возникает у акционера, владеющего 95% акций, по истечении шести месяцев с момента истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения о приобретении акций общества.

Таким образом, данные положения закона позволяет крупному акционеру избавиться от миноритарных владельцев ценных бумаг. Помимо этого, рассматриваемая норма позволяет решить еще одну проблему акционерных обществ – проблема с «мертвыми душами», это категория акционеров информация о которых неизвестна, либо которые умерли, однако продолжают числиться среди акционеров.

Однако российские исследователи неоднократно указывали на недоработки законодательства о вытеснении миноритарных акционеров и многие миноритарии заявляли, что на практике принудительный выкуп акций осуществляется с нарушением их прав<sup>73</sup>.

Кроме того данное правило о вытеснении миноритарных акционеров не является новшеством российского законодательства. Например, в развитых странах ЕС также существует данный институт. В ст. 15 Тринадцатой директивы ЕС от 21.04.2004 г. 2004/25 ЕС закрепляет право мажоритарного акционера, владеющего 90% акций компании, предоставляющих право голоса на принудительный выкуп акций у миноритарных акционеров.

---

<sup>73</sup>Определение ВАС РФ от 20.02.2008г. 1452/08; Постановление ФАС Московского округа от 21.01.2008г. № КГ-А40/13933-07

Впоследствии Конституционный суд, проверяя конституционность ст. 84.8 ФЗ об АО, по сути, подтвердил особенность складывающейся системы корпоративного управления в России, заключающуюся в предпочтении именно интересов контролирующего акционера, отметив, что исходя из логики развития корпоративного законодательства, потребностей правовой политики, законодатель вправе на основе оценки значимости конкурирующих законных интересов преобладающего акционера и владельцев принудительно выкупаемых акций отдать предпочтение интересам преобладающего акционера в случаях, когда общее ничтожно малое количество выкупаемых акций, принадлежащих миноритарным акционерам, не позволяющее им даже совместно оказывать какое-либо влияние на управление обществом, в то же время не исключает возможность неодобрения ими сделок, в заключении которых заинтересованы общество, преобладающий акционер и его аффилированные лица. Иначе существенный дисбаланс в объеме прав, обязанностей и ответственности преобладающего акционера, с одной стороны, и остальных акционеров – с другой, приводит к снижению эффективности управления обществом<sup>74</sup>.

Важно отметить, что, согласно ч.4 ст. 84.8 ФЗ об АО, принудительный выкуп ценных бумаг у миноритарных акционеров осуществляется по цене не ниже рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, которая должна быть определена независимым оценщиком. Оплата выкупаемых ценных бумаг осуществляется только деньгами. В случае принудительного выкупа акций ФЗ «Об АО» предусматривает только один способ защиты для миноритарных акционеров: обратиться в арбитражный суд с иском о возмещении убытков, причиненных в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг. Указанный иск может быть предъявлен в течение шести месяцев со дня, когда такой владелец ценных бумаг узнал о списании с его лицевого счета

---

<sup>74</sup>Определение Конституционного Суда РФ от 03.07.2007г. № 714-О-П «По жалобе гражданина Петров А.Ф. на нарушение его конституционных прав положениями статьи 84.8 ФЗ «Об акционерных обществах». На данное Определение Конституционного Суда РФ ссылаются в Постановлении ФАС ЦО от 16.09.2013г. по делу № А09-4229/2012, Постановление ФАС Северо-Западного округа от 02.09.2013г. по делу № А21-5401/2011.

выкупаемых ценных бумаг. Необходимо заметить, что предъявление владельцем ценных бумаг указанного иска в арбитражный суд не является основанием для приостановления выкупа ценных бумаг или признания его недействительным. В арбитражной практике возникает очень много споров относительно достоверности и порядка оценки принудительного выкупаемых ценных бумаг. Важная правовая позиция была высказана в Постановлении Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 г. № 443/11, что при принудительном выкупе акций рыночная стоимость одной акции должна определяться как цена одной акции в составе 100-процентного пакета акций компании-цели, а не в составе пакета акций, принадлежащего миноритарному акционеру<sup>75</sup>.

---

<sup>75</sup>Постановление Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 г. № 443/11.



## §2. Принудительное вытеснение миноритарных акционеров

Государственные и судебные органы рассматривают «миноритарных акционеров» как «мелких акционеров», обладателей «некрупных пакетов акций» либо как «владельцев неконтрольных пакетов». При этом они исходят из того, что такие акционеры представляют собой «слабую сторону в системе корпоративных отношений»; их права в приоритетном порядке нуждаются в защите.

Российский закон вслед за основными правилами о поглощении повторяет также и нормы Директивы о поглощениях в части, относящейся к принудительному выкупу по требованию превалирующего акционера акций миноритариев (вытеснение) и выкупу акций по требованию оставшихся акционеров поглотителем в ситуации, когда такие акционеры ранее не откликнулись на соответствующее предложение. Оба института рассматриваются законодателем как завершающая часть установления полного контроля над организацией: и вытеснение, и выкуп акций по требованию оставшихся акционеров возможны лишь при условии, что ранее в акционерном обществе было направлено добровольное предложение о приобретении более 30 процентов акций (п.1 ст. 84.2 ФЗ об АО) или обязательное предложение о приобретении всех предусмотренных п.1 ст. 84.2 ФЗ об АО ценных бумаг такого общества, и приобретатель превысил пороговое значение более 95 процентов общего количества акций, указанных в п.1 ст. 84.1 ФЗ об АО (обыкновенные акции и привилегированные, предоставляющие право голоса в силу п.5 ст. 32 ФЗ об АО), включая акции, принадлежащие его аффилированным лицам (п.1 ст. 84.7, п. 1 ст. 84.8 ФЗ об АО). Таким образом, рассматриваемые положения акционерного закона вступают в действие при превышении порога свыше 95 процентов акций.

Наиболее точным представляется определение миноритарных акционеров выдвинутое британским ученым Полом Дэвисом. Минотарные акционеры это те, которые не обладают достаточным количеством акций для того, чтобы

обеспечить самостоятельное принятие решений, с одной стороны, и существование в компании иного акционера (мажоритарного акционера) или группы акционеров, действующих совместно, которые могут обеспечить самостоятельное принятие решений.<sup>76</sup>

Федеральный закон «Об акционерных обществах» устанавливает, что акции определенной категории (типа) наделяют своих владельцев одинаковым объемом прав (ст. 31 и др). Однако общий объем прав акционера определяется количеством принадлежащих ему акций.

По мнению В.В. Долинской характеристика акционера как миноритарного является ситуативной: зависит не от абсолютной величины пакета акций, а от «распределения сил» в акционерном обществе. В широком смысле миноритарным является акционер, владеющий меньшей долей, чем контрольный пакет.<sup>77</sup>

Анализ ФЗ об АО показывает, что обладание не менее чем 1% голосующих акций дает право:

- Требовать для ознакомления список лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров (абз. 1 п. 4. Ст. 51).

Обладание не менее чем 1% размещенных обыкновенных акций общества дает право:

- Обратиться в суд с иском к члену совета директоров, единоличному исполнительному органу, члену коллегиального исполнительного органа акционерного общества, к управляющей организации или управляющему о возмещении убытков, причиненных обществу их виновными действиями, бездействием (п. 5 ст. 71).

Владение более 1% голосующих акций открывает доступ к реестру акционеров (п. 3 ст. 8 ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

---

<sup>76</sup> Paul Davies. Introduction to Company Law. Oxford, 2010, с. 216

<sup>77</sup> Миноритарные акционеры: статус, права и их осуществление/ В.В. Долинская, В.В. Фалеев. – М. : Волтерс Клувер, 2010 – 240 с. (Серия: право корпораций: теория и практика»)

Обладание не менее чем 2% голосующих акций дает право:

- На внесение вопросов в повестку дня годового общего собрания акционеров (п. 1 ст. 53 ФЗ об АО);
- На выдвижение кандидатов в совет директоров, коллегиальный исполнительный орган, ревизионную комиссию, счетную комиссию, на должность единоличного исполнительного органа (п. 1 ст. 53 ФЗ об АО).

Обладание не менее чем 10% голосующих акций дает право:

- Требовать созыва внеочередного общего собрания акционеров (п.1 ст. 55 ФЗ об АО).
- Требовать осуществления проверки (ревизии) финансово-хозяйственной деятельности (п. 3 ст. 85 ФЗ об АО).

Обладание не менее чем 25% акций дает право:

- Доступа к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа (п. 1 ст. 91 ФЗ об АО).

30% голосов позволяет провести повторное общее собрание акционеров (абз. 2 п. 3 ст. 58 ФЗ об АО).

50% + 1 голос при участии в общем собрании акционеров позволяет принимать решение по большинству вопросов повестки дня общего собрания акционеров (п. 2 ст. 49 ФЗ об АО).

75% голосов в таких же условиях – принимать решение по наиболее значимым вопросам деятельности акционерного общества (его реорганизации, ликвидации и т.п. – п. 4 ст. 49 ФЗ об АО).

Здесь важно учитывать, что речь не идет об обязательности наличия требуемого числа акций у одного акционера: допускается сотрудничество акционеров с целью реализации акционерных прав, подсчет акций поэтому

осуществляется исходя из акций всех «объединившихся» лиц. Известный дореволюционный ученый П.П. Цитович замечал, что права акционера двоякого рода: одни принадлежат ему в одиночку без всякого отношения с другими акционерами, другие принадлежат лишь в совокупности с другими акционерами: права первого рода могут быть осуществлены каждым акционером независимо от воли других акционеров, права второго рода могут быть осуществлены только вместе с другими<sup>78</sup>.

Конституционный Суд РФ характеризует миноритарных акционеров именно как слабую сторону в системе соответствующих имущественных и организационных отношений<sup>79</sup>. В соответствии с ч.2 ст. 45 Конституции РФ защита прав и свобод может осуществляться способами, хотя и не предусмотренными в гражданско-правовых нормативных актах, но не противоречащих им; способами, вытекающих из общих начал и духа закона. Таким образом, законодатель оставляет перечень способов защиты открытым. Это служит одной из важнейших гарантий возможности беспрепятственной реализации гражданами своих прав и охраняемых законом интересов.

ФЗ об АО, в частности, специально предусматривает возможность обращения акционера в суд за защитой своих прав и законных интересов со следующими требованиями:

1. О признании недействительным решений органов управления, в том числе:
  - а) Решения общего собрания акционеров (п. 7 ст. 49);
  - б) Решения совета директоров (наблюдательного совета): во-первых, об отказе во включении вопроса в повестку дня общего собрания или кандидата в список кандидатур для голосования по выборам в соответствующий орган (п.6 ст. 53); во-вторых, если оно принято с нарушением требований ФЗ об АО, иных

---

<sup>78</sup>Цитович П.П. Учебник торгового права. Вып. Первый. Киев; Спб., 1891. С. 150.

<sup>79</sup>Абз. 4 п. 3 постановления Конституционного Суда РФ от 10.04.2003 г. № 5-П

нормативных правовых актов РФ, устава общества в случае, если указанным решением нарушены права и законные интересы общества или этого акционера (п. 6 ст. 68);

- с) Решения коллегиального исполнительного органа (п. 6 ст. 68, п. 3 ст. 70). Несмотря на то, что акционерный закон четко формулирует только один случай обжалования действия (бездействия) совета директоров, решения органов управления могут быть оспорены в судебном порядке путем предъявления иска о признании их недействительными и при отсутствии прямого указания, если они не отвечают требованиям правовых актов и нарушают права и охраняемые законом интересы акционера (см. также п. 27 Постановления Пленума ВАС РФ от 18.10.2003 №19 «О некоторых вопросах применения ФЗ об АО»<sup>80</sup>).

2. О признании недействительными сделок, совершенных обществом в нарушение установленных правил, в случаях, предусмотренных законодательством (п. 6 ст. 79 – при нарушении правил одобрения крупных сделок, п. 1 ст. 84 – при нарушении правил совершения сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, п. 2 ст. 84.6 – при нарушении порядка принятия решений органами управления публичного акционерного общества после получения добровольного или обязательного предложения); при этом иск подлежит удовлетворению лишь в случае предоставления доказательств, подтверждающих нарушение прав и законных интересов акционера (п. 38 Постановления Пленума ВАС РФ от 18.10.2003 №19).

Однако материалы правоприменительной практики показывают, что иногда гражданские права миноритариев не могут быть осуществлены именно

---

<sup>80</sup> Вестник ВАС РФ. 2004. №1

по причине отсутствия реальной действенной их защиты. В некоторых случаях гражданские права остаются незащищенными, а значит, всего лишь продекларированными законодателем.

Включение статьи 84.7 и статьи 84.8 ФЗ об АО вызвало острые дискуссии в научном сообществе, в результате которых сложились две противоположные точки зрения. Противники закрепления этих норм считают, что в указанном случае происходит принудительное прекращение прав акционера, что противоречит ст. 34 и ст. 35 Конституции РФ<sup>81</sup>. Сторонники введения института принудительного выкупа акций указывают на то, что согласно п.3 ст.55 Конституции РФ права и свободы человека и гражданина могут быть ограничены федеральным законом только в той мере, в какой это необходимо в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, соответственно, указанный институт служит защите прав и законных интересов акционерного общества в целом в той мере, в какой он действует для достижения общего для акционеров общества блага<sup>82</sup>.

Так Ионцев М.Г. считает, что введение норм о выкупе ценных бумаг лицом, приобретшим более 95% акций открытого акционерного общества служат цивилизованному «разводу» мажоритарного акционера с миноритариями. Так как никакого влияния на общество миноритарный акционер оказать не сможет, даже если очень захочет<sup>83</sup>.

А. Бычков придерживается мнения, что даже при наличии действенных способов защиты своих прав миноритариям следует определиться с судьбой своих акций, поскольку они предоставляют им небольшой объем корпоративных прав и не приносят никаких выгод. Поэтому самый лучший

---

81<sup>□</sup> Коряковцев В.Г. Руководство к действию: основные этапы поглощения акционерного общества, Акционерный вестник. 2006 №5, С. 64-70.

82<sup>□</sup> Белов В.А. Вытеснение миноритарных акционеров: произвол «мажоров» или новый институт российского акционерного права? // Законодательство. 2005 № 2-3, С. 36-43.

83<sup>□</sup> Ионцев М.Г. Акционерные общества. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : Ось-89, 2009. – 544 с.

вариант для них без лишних конфликтных разбирательств, продать акции по рыночной цене и извлечь хоть какую-то выгоду<sup>84</sup>.

Сторонниками противоположной позиции являются В.А. Микрюков и Г.А. Микрюкову, по их мнению, ссылки на то, что миноритарные акционеры нередко злоупотребляют своими правами или даже осуществляют корпоративный шантаж, неуместны. Авторы согласны, что в корпоративной практике имеют место попытки акционеров злоупотребить правами по оспариванию действий и решений органов управления акционерного общества, собрания акционеров, на внесение вопросов в повестку дня. Однако, по их мнению, в таких случаях нет необходимости лишать акционера принадлежащим ему акций. В статье 10 ГК РФ для борьбы с подобными злоупотреблениями предусмотрен более гибкий механизм, практика использования которого в арбитражных судах ныне находит все большее распространение<sup>85</sup>. В подтверждении данного аргумента имеется судебная практика об отказе в удовлетворении требований миноритарным акционерам по причине злоупотребления правом в нарушении ст. 10 ГК РФ. Так Президиум ВАС РФ вынес в «Обзор практики применения арбитражными судами статьи 10 ГК РФ» решение суда, который на основании п.2 ст. 10 ГК РФ отказал в признании недействительным постановления наблюдательного совета акционерного общества, поскольку счел, что истец, неоднократно предъявлял требования о созыве внеочередного общего собрания акционеров по одному и тому же вопросу, действовал с намерением причинить вред акционерному обществу<sup>86</sup>. Также ФАС Московского округа подтвердил правомерность отказа акционеру в иске о ликвидации акционерного общества, сделав вывод о том, что истец злоупотребил предоставленными ему правом обратиться в арбитражный суд с требованием о ликвидации общества, так как истец

---

<sup>84</sup> Бычков А. Статья: О миноритарном акционере замолвите слово («ЭЖ-Юрист», 2014, №27), С. 12.

<sup>85</sup> В.А. Микрюков, Г.А. Микрюкова, «Законодательство о приобретении крупных пакетов акций открытых акционерных обществ нуждается в совершенствовании», Журнал «Законодательство», Апрель 2011(№4), С. 30-38.

<sup>86</sup> Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 25.11.2008 г. №127.

приобрел менее 0,01% голосующих акций и обратился в суд на следующий день после их приобретения<sup>87</sup>. Указанные решения свидетельствуют о том, что судебные органы осознают какие необоснованные проблемы могут создать миноритарные акционеры и аргументы авторов заслуживают уважение. Авторы не отрицают, что миноритарные недобросовестно пользуются своими правами и принадлежащий им пакет акций не может повлиять на деятельность акционерных обществ. Но, следуя позиции авторов, при распыленности капитала акционерных обществ в России, возможна ситуация, когда группа миноритарных акционеров при системном обращении в судебные органы парализуют деятельность юридического департамента и акционерного общества в целом. Поэтому решение о включение в ФЗ об АО положений о вытеснении миноритарных акционеров представляется рациональным и убедительными.

На практике жалобы на несоответствие выводов судов о законности процедуры принудительного выкупа акций нормами международного права, Конституции РФ, отклоняются судебными органами как основанные на неверных толковании норма материального права. Согласно п. 5.2 Постановления Конституционного Суда от 24.02.2004г. №3-П Конституция РФ не исключает ограничение права частной собственности и лишения этого права, однако возможность перераспределения собственности уравнивается конституционно-правовым принципов неприкосновенности частной собственности<sup>88</sup>. По смыслу ч.3 ст. 35 Конституции РФ принудительное отчуждение имущества по общему правилу может быть произведено только при условии предварительного равноценного возмещения, при эффективном судебном контроле<sup>89</sup>.

Таким образом, законодательно закреплено положение, согласно которому требование о выкупе акций может быть предъявлено мажоритарным

---

87Постановление ФАС Московского округа от 11 февраля 2002 г. № КГ-А41/195-02.

88Постановления Конституционного Суда от 24.02.2004г. №3-П.

89Постановление ФАС Уральского округа от 21.06.2007 г. № Ф09-4662/07-с4// СПС «Гарант».



акционером, владеющим более чем 95% акций общества, без учета волеизъявления акционеров – владельцев акций общества. При этом права миноритарных акционеров на оспаривание действий мажоритарного акционера ограничены лишь правом на предъявление иска о возмещении убытков, в случае если цена выкупаемых акций определяется с нарушением установленного порядка.

## Заключение

В результате исследования подверглись изучению доктринальные аспекты и проблемы судебно-арбитражной практики института приобретения крупных пакетов акций в российском праве.

Регулирование приобретения более 30% акций регламентировано в ФЗ «Об акционерных обществах». Закрепление в законе этой процедуры направлено на эффективную и законную смену корпоративного контроля, а также на защиту экономических вложений акционеров, обеспечение баланса интересов среди акционеров в компании.

В исследовании поднимается вопрос соотношения приобретения крупных пакетов акций с институтом поглощения. На законодательном уровне нет определения института поглощения и единственным упоминанием о нем являются положения Кодекса корпоративного управления, которые предлагают понимать под поглощением именно приобретение крупных пакетов акций. Представляется, что покупка более 30% акций является тем регламентированным способом, с помощью которого можно осуществить поглощение публичного акционерного общества.

Подводя итог краткого анализа зарубежного законодательства, следует сказать, что при приобретении крупных пакетов во всех развитых правовых системах обеспечиваются гарантии прав акционеров и они наделяются особыми средствами защиты своих прав, например, могут обратиться в суд за защитой своих прав. В качестве гарантий прав и интересов миноритарных акционеров от потенциальных негативных последствий при приобретении контроля над компанией во многих странах используется публичное предложение о покупке акций компании. В целом смена контроля может иметь позитивные и негативные последствия для компании и ее акционеров.

Механизмы приобретения крупных пакетов акций могут принимать различные формы. Наиболее распространенными являются добровольное предложение по английскому образцу и его аналог - американское тендерное

предложение. Законодательство Великобритании предусматривает также и такое средство защиты миноритарных акционеров при смене контроля, как обязательное предложение. Российское законодательство восприняло английскую модель, т.е. наделяет акционеров защитой в форме добровольного и обязательного предложений.

Относительно добровольного предложения некоторые авторы занимают позицию, что оно является экономически нецелесообразным, создает путаницу, не может рассматриваться как оферта, и подлежит исключению. Представляется, что добровольное предложение в контексте действующего законодательства является эффективным механизмом для прозрачного установления корпоративного контроля в акционерном обществе. Вынудив потенциального приобретателя направлять добровольное предложение, законодатель пытается дать возможность миноритарным акционерам отслеживать изменение структуры акционерного капитала и появления крупных акционеров. Данное положение развивает общую направленность положений Главы XI.1 ФЗ об АО на обеспечение защиты прав и законных интересов акционеров.

Особое внимание было уделено положениям ФЗ «Об акционерных обществах» об обязательном предложении, исследована его правовая природа, проведен анализ проблем в правоприменительной практики. Резюмируя, следует отметить, что обязательное предложение по правовой природе представляет собой способ защиты прав акционеров при приобретении крупных пакетов акций. Поэтому данные положения закона имеют как активное действие, так и пассивное при приобретении крупных пакетов акций. Активное действие проявляется в случае, когда работает механизм обязательного предложения и акционер защищает и удовлетворяет свой экономический интерес. О пассивном действии можно говорить, так как само по себе наличие в законодательстве такого института, в силу больших финансовых издержек предотвращает сделки, которые могут негативно отразиться на функционировании общества.

Еще одной особенностью института обязательного предложения является наличие презумпции негативного эффекта смены контроля. Эта презумпция является мерой защиты слабой стороны отношений и носит превентивный характер, так как предотвращает наступление потенциальных неблагоприятных последствий, которые могут быть вызваны правомерными и неправомерными действиями нового крупного акционера.

Следует указать, что ст. 84.2 ФЗ об АО в части содержания, направленного обязательного предложения требует доработки. Приобретатель крупного пакета не обязан предоставлять план развития компании. Представляется, что необходимо установить в указанной статье императивную обязанность о направлении таких планов потенциальным покупателем с целью обеспечения понимания акционерами дальнейшей судьбы юридического лица.

Отметим, что детальное рассмотрение механизма обязательного предложения позволило выявить основные проблемы данного института, такие как: возможность уклонения от подачи обязательного предложения, в том числе путем установления косвенного контроля; вопрос об обязанности мажоритарного акционера направить обязательное предложение; об определении цены приобретаемых акций; о виде акций, которые подлежат приобретению; о применении банковской гарантии. Критичной представляется проблема установления косвенного контроля, в результате установления которого затрагивается более широкий круг лиц, нежели при прямом. Положения статьи 84.2 Закона об АО требуют законодательного вмешательства для установления дополнительной защиты обществ, подвергшихся косвенной смене контроля.

На протяжении всей работы автор, используя изученную специальную литературу, а также материалы правоприменительной практики, постарался осветить существующие проблемы, внести предложения по совершенствованию законодательства.

Установленный в законодательстве порядок вытеснения миноритарных акционеров при приобретении одним лицом более 95% акций публичного акционерного общества соответствует закону и конституционным принципам.

Приобретение такого крупного пакета акций приводит к установлению полного корпоративного контроля в акционерном обществе. Существование миноритарных акционеров в такой ситуации может вредить хозяйственно-экономической деятельности общества. Миноритарные акционеры могут злоупотреблять своими правами, например, требуя признать недействительными сделки, совершенные обществом, обращаться с взысканием убытков к руководителям общества и др. Владелец контрольного пакета акций не заинтересован в наличии этих возможных рисков для компании. Однако стоит отметить, что при принудительном выкупе акций у миноритариев, должен соблюдаться принцип соразмерного возмещения, так в арбитражной практике возникает множество споров относительно достоверности и порядка оценки принудительно выкупаемых ценных бумаг. Представляется обоснованной и направленной на максимальную защиту прав мелкого акционера при оценке стоимости акций, правовая позиция, высказанная в Постановлении Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 г. № 443/11<sup>90</sup> о том, что при принудительном выкупе акций рыночная стоимость одной акции должна определяться как цена одной акции в составе 100-процентного пакета акций компании, а не в составе пакета акций, принадлежащего миноритарному акционеру.

Обеспечение баланса прав и законных интересов не только миноритарных, но и мажоритарного акционера заслуженно считается одной из сложных проблем корпоративных отношений. В ходе реформы российского гражданского законодательства наряду с общей гражданско-правовой ответственностью за злоупотребление правом было бы логично установить

---

<sup>90</sup>Постановлении Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 г. № 443/11;

специальную, усиленную ответственность для акционеров, являющихся гринмэйлерами<sup>91</sup>.

В законодательстве существует достаточно много механизмов защиты прав миноритарных акционеров<sup>92</sup>. Однако имеется и ряд пробелов в российском праве, которые необходимо устранить, в частности, отсутствие легального определения термина «миноритарный акционер», что зачастую может привести к неверному толкованию данного понятия судами.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что проблема защиты прав миноритарных акционеров при приобретении одним лицом более 95% акций на данный момент принципиально разрешается. Тем не менее как законодателю, так и государственным органам, призванным обеспечивать права миноритарных акционеров, требуется предпринять еще ряд мер для улучшения положения миноритарных акционеров в России.

Институт приобретения крупных пакетов акций следует тенденциями европейского законодательства. Не все возникающие на практике спорные правоотношения разрешаются в нормах закона, однако арбитражной практикой выработано ряд подходов по устранению имеющихся недостатков. Хотя рассматриваемый институт достаточно новый для российского права, в целом он последовательно развивается, отмечается его качественность и эффективность в рамках установления корпоративного контроля в публичном акционерном обществе. В ближайшее время в виду реформы гражданского и корпоративного законодательства Российской Федерации следует ожидать дальнейшее усовершенствование института приобретения крупных пакетов акций.

---

<sup>91</sup>Гринмейл (корпоративный шантаж) – относительно новое для российской корпоративной практики явление, представляющее собой совокупность способов вымогательства со стороны миноритарных акционеров. Гринмейлеры обычно предлагают акционерному обществу выкупить их акции по цене, в несколько раз превышающей реальную стоимость.

<sup>92</sup>Триб В.В. Статья: Защита прав миноритарных акционеров в РФ. «Актуальные проблемы российского права», 2014, №5, С. 6.

## Список использованной литературы

### *Нормативно-правовые акты:*

1. Конституция Российской Федерации (принята всенародным голосованием 12.12.1993) (с учетом поправок, внесенных Законами РФ о поправках к Конституции РФ от 30.12.2008 № 6-ФКЗ, от 30.12.2008 № 7-ФКЗ, от 05.02.2014 № 2-ФКЗ, от 21.07.2014 № 11-ФКЗ).
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 31.12.2014).
3. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 22.12.2014) «Об акционерных обществах».
4. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ (ред. от 21.07.2014) «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2015).
5. Пояснительная записка к проекту Федерального закона от 18.04.2005 № 162770-7 «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации».
6. Directive 2004/25/EC of the European Parliament.
7. See, The City Code on Takeovers and Merges and The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, available at: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>.
8. Закон о фондовой бирже США 1934 г.
9. Закон Республики Казахстан от 13 мая 2003 г. № 415-III «Об акционерных обществах» // Ведомости Парламента Республики Казахстана. 2003. № 10. Ст. 55.
10. Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI «Про акціонерні товариства» // Урядовий кур'єр. 2008 р. № 202. 29 вересня.
11. Кодекс корпоративного управління, утверждённый письмом Банка России от 10.04.2014 № 06-52/2463.

### *Материалы судебной практики:*

1. Постановления Конституционного Суда от 24.02.2004г. №3-П.
2. Определение Конституционного Суда РФ от 03.07.2007г. № 714-О-П «По жалобе гражданина Петров А.Ф.».
3. Постановления Конституционного Суда РФ от 10.04.2003 г. № 5-П.
4. Постановления Пленума ВАС РФ от 18.10.2003 №19 «О некоторых вопросах применения ФЗ «Об АО»; Вестник ВАС РФ. 2004. №1.
5. Постановление ФАС Северо-Западного округа от 24.10.2007 по делу № А52-456/2007.
6. Определение ВАС РФ от 20.02.2008г. 1452/08.
7. [Определение](#) ВАС РФ от 25.08.2009 № ВАС-9041/09.
8. Постановление Президиума ВАС РФ от 13.09.2011 г. № 443/11.
9. Информационное письмо Президиума ВАС РФ от 25.11.2008 г. №127.
10. Проект Информационного письма Президиума ВАС РФ «О некоторых вопросах практики применения арбитражными судами главы XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах».
11. [Постановление](#) Девятого арбитражного апелляционного суда от 18.12.2007 № 09АП-15701/2007-ГК.
12. Постановление ФАС Московского округа от 11 февраля 2002 г. № КГ-А41/195-02.
13. Постановление ФАС Уральского округа от 21.06.2007 г. № Ф09-4662/07-с4// СПС «Гарант».
14. Постановление ФАС Московского округа от 21.01.2008г. № КГ-А40/13933-07.
15. Постановление ФАС Западно-Сибирского округа от 26 июня 2008 г. № Ф04-3311/2008(5712-А45-11).



16. [Постановлении](#) Федерального арбитражного суда Поволжского округа от 12 декабря 2008 г. по делу № А65-5886/08.
17. Постановление ФАС Центрального округа от 4 июня 2009 г. № А08-3197/2008-29 № Ф10-1914/09.
18. [Постановление](#) Федерального арбитражного суда Московского округа от 14 июля 2009 г. № КГ-А40/6083-09.
19. [Постановлении](#) ФАС МО от 13 января 2009 г. № КГ-А40/12440-08.
20. Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 14 июля 2009 г. № КГ-А40/6083-09.
21. Постановление ФАС Дальневосточного округа от 31.05.2013 г. № Ф03-1833/2013 по делу № А51-8475/2012.
22. [Постановлении](#) ФАС Поволжского округа от 26.06.2012 г. по делу № А12-12288/2011.
23. [Постановлении](#) ФАС ЦО от 16.09.2013г. по делу № А09-4229/2012.
24. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.01.2014 г. № 09АП-44059/2013-ГК по делу № А40-107280/2013.
25. [Постановлении](#) Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.01.2014 г. № 09АП-44059/2013-ГК по делу № А40-107280/2013.
26. Постановление ФАС Волго-Вятского округа от 24.02.2014 г. по делу № А43-8555/2013).

***Литература:***

1. Белов В.А. Вытеснение миноритарных акционеров: произвол «мажоров» или новый институт российского акционерного права? // Законодательство. 2005 № 2-3, С. 36-43.
2. Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право: Общие положения: - М.: Статут, 1997, С. 848.

3. Бычков А. Статья: О миноритарном акционере замолвите слово («ЭЖ-Юрист», 2014, №27), С. 12.
4. Габов А.В. [Об основных проблемах](#) применения правил поглощения акционерных обществ // Журнал российского права. 2007. № 9. С. 65 – 68.
5. Глушецкий А., Степанов Д. Вытеснение и поглощение. Практический комментарий к новой главе Закона. М., 2006, С. 224.
6. Гомцяи С. В. «Правила поглощения акционерных обществ: сравнительно-правовой анализ: Монография» («Волтерс Клувер», 2010), С. 320.
7. Гриб В.В. Статья: Защита прав миноритарных акционеров в РФ. «Актуальные проблемы российского права», 2014, №5, С. 6.
8. Дедов Д.И. [Совершенствование правового режима поглощения](#) в акционерном праве // Предпринимательское право. 2006. № 1. С. 9.
9. Добровольский В.И. [Применение корпоративного права](#): Практическое руководство для корпоративного юриста. М.: Волтерс Клувер, 2008. С. 251.
10. Добровольский В.И. [Проблемы корпоративного права](#) в арбитражной практике. М., 2006. С. 358 – 362.
11. Долинская В.В. Акционерное право: основные положения и тенденции. М., «Волтерс Клувер», 2006, С.IV, С. 399.
12. Залесский В. «Приобретение более 30 процентов акций открытого общества. Комментарий к гл. X1.1 ФЗ «Об акционерных обществах». Право и экономика. 2006. № 7. С. 35.
13. Ионцев М.Г. Акционерные общества. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : Ось-89, 2009. – 544 с.
14. Качалова А. В. Интересы мажоритарных и миноритарных акционеров при приобретении более 30% акций открытого акционерного общества // Законодательство. 2010. № 2. С. 28.

15. Корпоративное право : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / О.А. Макарова; предисловие В.Ф. Попондопуло. – М.: Издательство Юрайт, 2015. – 334 с. – Серия: Бакалавр и магистр. Академический курс.
16. Корпоративное право: Учебник (2-е издание, переработанное и дополненное) (отв. Ред. И.С. Шиткина («КНОРУС», 2015), С. 602.
17. Коряковцев В.Г. «Постатейный комментарий к Федеральному закону «Об акционерных обществах» М. 2007. С. 438.
18. Коряковцев В.Г. Руководство к действию: основные этапы поглощения акционерного общества, Акционерный вестник. 2006 №5, С. 64-70.
19. Д. Ловырев, «Проблемы правового регулирования приобретения крупных пакетов акций в России», ОЭСР Россия Круглый стол по корпоративному управлению, 2012, С. 49.
20. Ломакин Д.В. [Корпоративные правоотношения](#): общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. С. 511.
21. Мальцев А. [Обязательное предложение в условиях аффилированности](#) // ЭЖ-Юрист. 2007. № 7. С. 15.
22. В.А. Микрюков, Г.А. Микрюкова, «Законодательство о приобретении крупных пакетов акций открытых акционерных обществ нуждается в совершенствовании», Журнал «Законодательство», Апрель 2011(№4), С. 30-38.
23. Миноритарные акционеры: статус, права и их осуществление/ В.В. Долинская, В.В. Фалеев. – М. : Волтерс Клувер, 2010 – 240 с. (Серия: право корпораций: теория и практика»).
24. Молотников А. Е. «Особенности приобретения крупных пакетов акций», Журнал «Юрист», 2011, № 2, С. 3-12.

25. Осипенко О.В. «Корпоративный контроль: экспертные проблемы эффективного управления дочерними компаниями. Установление корпоративного контроля» (книга 1) («Статут» 2013), С. 517.
26. Пикуза А.Н., науч. рук. Максимова С.А., Магистерская диссертация на тему «Проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций», «НИИ «ВШЭ», Москва, 2013, С. 104.
27. Поваров Ю.С. Акционерное право России: Учебник. М., 2009. С. 375.
28. Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. («Инфотропик Медиа», 2012), С. 224.
29. Попов А.Е. «Обязательное предложение как средство защиты прав и интересов акционеров» // Законодательство. № 7. 2011 г., С. 44-54.
30. Попов А.Е. «Поглощение посредством приобретения косвенного контроля» // Законодательство. № 2.2010 г., С. 39-48.
31. Свашенко А.С., выпускная квалификационная работа: «Некоторые проблемы правового регулирования слияний и поглощений в российском праве»; науч. рук. Д.А. Жмулина; СПбГУ, Кафедра коммерческого права. – СПб, 2015 – 68 с.
32. Степанов Д. [О недостатках российского закона](#) о поглощениях // Корпоративный юрист. 2006. № 6. С. 6 - 12.
33. Степанов Д., «Поглощения, осуществляемые путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров, Журнал «Хозяйство и право», №5 май 2006 г., С. 3-23.
34. Степанов Д. «Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров». Хозяйство и право. 2006, №6, С. 3-18.
35. Т. Устименко, Статья «Порядок приобретения крупных пакетов акций в акционерных обществах», Корпоративный юрист, №2, 2008, С. 7.

36. Цитович П.П. Учебник торгового права. Вып. Первый. Киев; Спб., 1891. С. 150.
37. Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. Введение. Торговые деятели. М., 2003. Т.1. С. 364-365.
38. Paul Davies. Introduction to Company Law. Oxford, 2010, P. 216.
39. A., Zingales L. Op. cit. P. 541.
40. Sepe S. Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient. Arizona Legal Studies Discussion Paper № 10 - 29. 2010. P. 8 (цит. по: <http://ssrn.com/abstract=1086321>).
41. Cf., William J. Carney, Mergers and Acquisitions. Cases and Materials 15 (N.Y.: Foundation Press, 2000).

***Информация из сети Интернет:***

1. <http://www.intellasia.net/news/articles/regional/111286474.shtml>.
2. [http://www.kddi.com/english/corporate/news\\_release/2010/0125/index.html](http://www.kddi.com/english/corporate/news_release/2010/0125/index.html).
3. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ai2Yb8LDUeRY>.
4. <http://uk.practicallaw.com/5-502-2122>.
5. <http://www.mechel.ru>.
6. <http://www.rts.ru>.
7. <http://vegaslex.ru/analytics/publications/80880>.