

# Правовые позиции Пленума и Президиума Высшего Арбитражного Суда РФ



## **Дмитрий Иванович Степанов**

партнер Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», кандидат юридических наук



## **Татьяна Станиславовна Бойко**

юрист Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», магистр юриспруденции

## **Выкуп акций у акционеров по их требованию и обязательная оферта в судебной практике**

**Комментарий к отдельным положениям проекта постановления Пленума ВАС РФ «О внесении дополнений в постановление Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 18.11.2003 № 19 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах» (в части выкупа акций и применения главы XI.1)»\***

В рамках настоящей статьи авторы рассмотрят наиболее принципиальные для развития практики применения института обязательного предложения вопросы и самые дискуссионные аспекты выкупа акций по правилам ст. 75 и главы XI.1 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО), затронутые в проекте постановления Пленума ВАС РФ «О внесении дополнений в постановление Пленума Высшего Арбитражного Суда

\* *Правовые позиции, которые приводятся в настоящей статье, являются частным мнением авторов и не отражают позицию Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», а также не могут использоваться как предпосылки для составления представления о возможных правовых позициях названного Адвокатского бюро в будущем.*

Российской Федерации от 18.11.2003 № 19 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах» (в части выкупа акций и применения главы XI.1)»<sup>1</sup> (далее — Проект), остановятся на практических проблемах, которые только должны получить разрешение в ближайшем будущем, а также обрисуют проблемные вопросы, к сожалению, оказавшиеся неохваченными Проектом.

## Споры, связанные с требованиями о выкупе акций

ВАС РФ уже давно начинал работу над разъяснением положений Закона об АО, касающихся выкупа акций обществом по требованию акционеров, но по каким-то причинам она была отложена на неопределенный срок и только сейчас нашла воплощение в Проекте, объединяющем в себе разъяснения сразу к двум важным институтам российского корпоративного права.

В качестве небольшого вступления вкратце остановимся на главном назначении института выкупа акций по требованию акционеров (ст. 75 Закона об АО). Основная часть дискуссий, которая традиционно ведется вокруг этого института как в юридической литературе, так и при обсуждении политико-правовых вопросов в высших судах или при рассмотрении очередных законодательных поправок, сводится к экономическому назначению и смыслу этого механизма. С одной стороны, выкуп у акционера акций по его требованию, когда он не согласен с тем или иным корпоративным решением, имеющим фундаментальное значение для бизнеса АО, является средством защиты акционера: несогласный «голосует ногами», правда, за счет средств самого АО. В данном случае элемент обеспечения защиты легитимных интересов акционера определяет смысл и содержание применения тех или иных частных конструкций рассматриваемого механизма защиты прав акционера — применение института должно быть всецело направлено на защиту тех самых несогласных акционеров, которые более не желают оставаться в АО. С другой стороны, коль скоро за всё кто-то должен платить, то в случае с выкупом акций возникает тот же вопрос: насколько далеко можно зайти в желании защищать несогласных, правда, за счет средств АО, ведь от таких выплат не только сокращается имущество самого АО, но и косвенно страдают прочие, оставшиеся в АО акционеры, поскольку рыночная стоимость их акций после выплат снижается.

Такой «экономный» подход к расходованию средств АО на деле приводит к максимально ограничительному толкованию отдельных положений рассматриваемого института: от чрезвычайно сдержанного отношения к набору оснований для выкупа, очень консервативной оценки выкупаемых акций до ситуаций, при которых уклонение от выкупа не влечет для АО каких-либо негативных имущественных санкций. В наиболее экстремальном виде этот подход находит выражение в не раз звучавших в Государственной Думе предложениях вовсе отказаться от подобного института со ссылкой на то, что АО не банк и не закрытый инвестиционный

---

<sup>1</sup> Опубликовано на официальном сайте ВАС РФ в сети Интернет ([http://www.arbitr.ru/\\_upimg/DB8BC5ED63588571B153E6FF048B620D\\_post\\_plen1.pdf](http://www.arbitr.ru/_upimg/DB8BC5ED63588571B153E6FF048B620D_post_plen1.pdf) [22.02.2013]).

фонд, в него можно только войти, но нельзя выйти. К счастью, такие предложения до настоящего времени не получили какого-либо законодательного оформления. Именно между этими двумя полюсами и лавирует ВАС РФ, пытаясь найти разумный баланс между интересами несогласных акционеров и судьбой самого АО.

Итак, особое внимание хотелось бы обратить на отдельные вопросы института выкупа акций, которые были рассмотрены в Проекте.

### **Совершение крупной сделки без одобрения и злоупотребление правом**

В п. 29.5 Проекта должна получить разрешение проблема, давно волнующая участников оборота: можно ли акционеру требовать выкупа, если крупная сделка не одобрялась в установленном законом порядке, а акционер узнал о ее совершении уже постфактум. В данном случае речь идет о сделках на сумму свыше 50% от стоимости активов АО, а также о крупных сделках на указанную сумму, которые одновременно являются сделками с заинтересованностью и одобряются по правилам главы XI Закона об АО (п. 29.1 Проекта).

Несмотря на то, что в Законе об АО сказано *о совершении* крупной сделки, в судебной практике давно сложился подход, согласно которому имеет значение *момент принятия решения* об одобрении крупной сделки общим собранием акционеров, а не момент ее фактического совершения<sup>2</sup>. В Проекте поддержана эта позиция (п. 29.2 Проекта).

Тем не менее в ситуации, когда крупная сделка фактически совершена, но одобрения на общем собрании не получала, в судебной практике, пусть и нечасто, возникали вопросы, можно ли акционеру предъявить акции к выкупу. Хотя интересы акционера в таком случае очевидным образом нарушаются, в большинстве случаев подобные дела разрешались не в пользу акционеров, желавших реализовать право на выкуп акций<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> См.: постановления Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 № 19 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах» (п. 29, в котором прямо указано на необходимость принятия решения общего собрания акционеров по вопросам, перечисленным в п. 1 ст. 75 Закона об АО, чего нет в самой ст. 75); Президиума ВАС РФ от 27.01.2009 № 10967/08 по делу № А21-5977/2007 (акционер обратился к обществу с требованием о выкупе (о переводе на ответчика прав на акции и взыскании их стоимости), АО против иска возражало, ссылаясь на то, что одобренные сделки не были фактически совершены; суды трех инстанций отказали в удовлетворении иска, ссылаясь на необходимость фактического совершения сделок для возникновения права требовать выкупа; Президиум ВАС РФ отменил принятые ранее решения судов и удовлетворил требование акционера, указав, что право требовать выкупа обществом принадлежащих акционерам акций возникает у акционеров с момента принятия общим собранием решения об одобрении сделки, а не с момента ее совершения); ФАС Уральского округа от 26.09.2007 № Ф09-7827/07-С4 по делу № А47-9486/2006-7ГК.

<sup>3</sup> См.: постановления Президиума ВАС РФ от 05.09.2006 № 1671/06 по делу № А41-К1-10537/05 (суд указал, что срок для предъявления обществу требования о выкупе акций установлен императивной нормой и не является сроком защиты права, поэтому исходный момент для исчисления такого срока, которым в силу закона выступает дата принятия общим собранием акционеров соответствующего решения, не может определяться с момента, когда лицо узнало или должно было узнать о нарушении своего права; при несоблюдении предусмотренных п. 3 ст. 76 Закона об АО условий акционер не вправе принуждать общество

ВАС РФ озадачился обозначенной проблемой и предложил в Проекте два возможных варианта ее решения: 1) акционер вправе требовать выкупа своих акций в течение общего срока исковой давности, исчисляемого со дня, когда он узнал или должен был узнать о совершении крупной сделки, относящейся к обозначенной выше категории крупных сделок; 2) акционер не вправе требовать выкупа, что не лишает его возможности требовать возмещения убытков от общества или его единоличного исполнительного органа.

С политико-правовых позиций, безусловно, следовало бы поддержать первый вариант (т. е. основной текст Проекта, предполагающий возникновение права на выкуп акций), поскольку вне зависимости от того, соблюдена процедура одобрения крупной сделки или нет, в случае фактического совершения крупной сделки без необходимого одобрения акционеру, который хотел бы проголосовать против, но не имел возможности это сделать, должно быть предоставлено право требовать выкупа принадлежащих ему акций.

Выбор второго варианта решения проблемы, предложенного Проектом, неизбежно приведет к многочисленным злоупотреблениям — крупные сделки будут совершаться без необходимого одобрения, в том числе и для того, чтобы уклониться от исполнения требований акционеров о выкупе принадлежащих им акций и расходования корпоративных средств. Это может оказать лишь дестимулирующее воздействие на участников оборота, дав четкий сигнал: тот, кто нарушает чужие права, остается в выигрыше.

Иные способы защиты, предложенные в Проекте в качестве альтернативы выкупу при неодобрении собранием акционеров в установленном порядке крупной сделки, — главным образом взыскание убытков — преследуют совсем другие задачи и не позволят акционеру выйти из общества, получив рыночную стоимость своих акций, поэтому убытки никак не могут быть поставлены на одну чашу весов с выкупом акций. Наконец, при взыскании убытков пострадавшая сторона должна будет их доказывать, что вызовет особые затруднения для акционеров непубличных обществ (обществ, акции которых не обращаются на организованных торгах). Напротив, при выкупе акций механизм защиты для пострадавшего акционера намного проще, особенно если речь идет о высоколиквидных акциях (об акциях, обращающихся у организаторов торговли, либо о любых иных «небиржевых» акциях, с которыми регулярно совершается множество сделок купли-продажи): акционеру

---

*к выкупу акций, что не лишает его возможности защитить свои нарушенные права с использованием других способов защиты); ФАС Поволжского округа от 16.03.2010 по делу № А12-14017/2009 (акционер на годовом общем собрании выявил, что обществом была совершена крупная сделка на сумму более 50% балансовой стоимости активов АО, однако она не была одобрена в надлежащем порядке, в связи с чем акционер обратился в суд с требованием о выкупе на основании ст. 75 Закона об АО; суды трех инстанций отказали акционеру в защите его прав со ссылкой на положения ст. 75, 76 Закона об АО и постановление Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 № 19, отметив, что сделка не была одобрена общим собранием акционеров, а следовательно, не порождает у акционера права требовать выкупа принадлежащих ему акций); Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 04.08.2011 № 17АП-6512/2011-ГК по делу № А71-1951/2011 (по мнению суда апелляционной инстанции, требования истца не могут быть удовлетворены, поскольку при отсутствии корпоративного одобрения указанных сделок в качестве крупных у истца не возникает права требовать выкупа акций, более того, им избран ненадлежащий способ защиты своих прав).*

достаточно доказать их стоимость на определенный момент, чтобы иметь право на получение соответствующей компенсации.

Помимо обозначенной проблемы в этом пункте Проекта затронут еще один интересный вопрос: можно ли требовать выкупа, если крупная сделка впоследствии была признана недействительной или требование предъявляет акционер, который мог повлиять на результаты голосования по вопросу об одобрении сделки, если бы оно состоялось?

В Проекте указано, что суд может отказать в удовлетворении требования о выкупе акций на основании ст. 10 ГК РФ, если сделка была признана недействительной по причине отсутствия ее одобрения либо предъявляющий требования акционер мог повлиять на результаты голосования, если бы собрание состоялось. Правда, неясно, в чем именно в данном случае будет состоять злоупотребление правом со стороны такого акционера, поскольку он мог и не иметь отношения к тому, что общее собрание не состоялось, и у него не было возможности проголосовать против одобрения крупной сделки. Проект не учитывает такой ситуации, тем самым необоснованно возлагая ответственность за несостоявшееся общее собрание на акционера, который мог повлиять на результаты голосования по вопросу об одобрении крупной сделки.

В связи с этим корректней, видимо, было бы указать во втором предложении п. 29.5 в редакции основного текста Проекта, что квалификация в качестве злоупотребления правом со стороны акционера, который мог повлиять на результаты голосования по вопросу об одобрении крупной сделки, возможна только тогда, когда собрание акционеров не состоялось по вине такого акционера. В части признания сделки недействительной акционеру может быть отказано в выкупе лишь в том случае, если именно он и способствовал признанию ее недействительной.

Поскольку решение суда по иску акционера фактически замещает все прочие требования закона о процедурах, которые необходимо соблюсти АО в связи с подготовкой к выкупу акций, в данном случае (когда не только подобные процедуры, но и само собрание акционеров не проводились) в Проекте следует обратить большее внимание на процедурные вопросы, касающиеся того, каким образом должен определяться круг лиц, имеющих право требовать выкупа, и как обеспечить их более или менее одновременное обращение с требованиями, чтобы соблюсти 10-процентный лимит от стоимости чистых активов общества, а также одинаковую цену выкупа. Возможно, здесь мог бы помочь институт группового иска (глава 28.2 АПК РФ).

### **Иск об обязанности общества выкупить акции и 10-процентный лимит**

Другим важным разъяснением Проекта является подтверждение права акционера требовать выкупа в судебном порядке, если общество в течение 30 дней с момента истечения установленного законом срока не осуществило выкуп у такого акционера (п. 29.6 Проекта).

Заметим, что такое право всегда существовало у акционера<sup>4</sup>, однако ВАС РФ еще раз обратил на него внимание, устранив всякие сомнения тех, кто ранее полагал, что акционеру в данном случае доступен только иск об убытках.

Однако в этом разъяснении ВАС РФ, на наш взгляд, не учел одного важного нюанса. Согласно п. 5 ст. 76 Закона об АО общая сумма средств, направляемых обществом на выкуп акций, не может превышать 10% стоимости чистых активов общества. В случае превышения этого лимита требования акционеров должны удовлетворяться пропорционально. На практике при «нормальном» развитии событий, когда общество получает количество требований, превышающее 10-процентную квоту в рамках установленных сроков, обычно делается пересчет, после чего акции выкупаются у акционеров на пропорциональной основе.

Неясно, каким образом будет решаться проблема превышения 10-процентного лимита в случае, когда по тем или иным причинам (как правило, связанным с бездействием АО) через некоторое время обнаруживаются еще акции, подлежащие учету для целей пропорционального удовлетворения требований, если в результате удовлетворения заявленных требований такое превышение произойдет или уже имело место ранее, но акции подлежали выкупу в иной пропорции. В таком случае едва ли возможен будет пропорциональный пересчет и возврат «излишних» денежных средств от акционеров, у которых акции ранее уже были выкуплены. Вместе с тем очевидно, что превышение лимита не должно становиться проблемой акционера, права которого были нарушены, и служить основанием для отказа в защите его прав.

Поэтому крайне важным представляется прямо указать в п. 29.6 Проекта, что использование обществом всего 10-процентного лимита не препятствует удовлетворению исков акционеров о выкупе обществом их акций, если права таких акционеров были нарушены. Иными словами, если по тем или иным причинам право акционера на выкуп его акций было нарушено в связи с бездействием или иным незаконным поведением АО, то ссылка на возможное превышение 10-процентного порога, которое может произойти при удовлетворении требований акционера, не должна служить основанием для отказа в удовлетворении иска акционера. Возможно, чтобы обеспечить минимальную справедливость по отношению к АО, иск следовало бы удовлетворять в той же пропорции, по которой акции выкупались у иных акционеров (на тот случай, если 10-процентная квота ранее была превышена). В остальном неправомерное поведение АО не должно служить поводом для защиты против требований о выкупе акций.

<sup>4</sup> См.: постановления Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 № 19 (при отказе или уклонении от выкупа акций в случаях, порядке и сроки, предусмотренные ст. 75 и 76 Закона об АО, акционер вправе обратиться в суд с требованием об обязанности общества выкупить акции (п. 29)); Президиум ВАС РФ от 27.01.2009 № 10967/08 по делу № А21-5977/2007 (Президиум ВАС РФ прямо обращает внимание на то, что ссылка судов на выбор истцом ненадлежащего способа защиты своих прав противоречит положениям ст. 75 и 76 Закона об АО, а также п. 29 постановления Пленума ВАС РФ от 18.11.2003 № 19); Четырнадцатого арбитражного апелляционного суда от 10.05.2012 по делу № А52-4314/2011 (акционер, не принимающий участия в собрании, направил в АО нотариально удостоверенное требование о выкупе принадлежащих ему акций по цене не ниже рыночной стоимости, которая должна была быть определена независимым оценщиком без учета ее изменения в результате действий общества, повлекших возникновение права требования оценки и выкупа акций; отказ общества послужил основанием для обращения в суд с иском об обязанности ответчика выкупить акции; суд отклонил доводы АО о том, что акционером был нарушен срок направления требования и не была указана точная цена выкупа, в результате удовлетворил требования акционера; апелляционный суд поддержал решение суда первой инстанции).

## Требование о выкупе акций в большем количестве

Связанная с этой проблемой практическая ситуация рассматривается в п. 29.16 Проекта, где предлагается предоставить акционерам право не согласиться с отказом общества выкупить все принадлежащие ему акции со ссылкой на 10-процентный лимит и обратиться в суд с требованием об обязанности общества произвести выкуп акций в большем количестве, чем оно намеревалось, либо вообще в полном объеме, требуемом акционером.

Такой подход, защищающий интересы акционеров, заслуживает поддержки, однако вызывает сомнения возможность его реализации в том виде, как это предлагается Проектом. В частности, в Проекте указано, что акционеры должны доказать неправильность расчета количественного ограничения, т. е. на акционеров, по сути, возлагается обязанность самостоятельно произвести переоценку чистых активов<sup>5</sup> общества и доказать, что их действительная стоимость выше балансовой, на основе которой производился расчет.

Действительно, рыночная стоимость отдельных активов может оказаться гораздо выше балансовой<sup>6</sup>, но очевидно, что миноритарии произвести такую переоценку самостоятельно вряд ли удастся в связи с отсутствием у него необходимых документов и доступа к информации о деятельности общества. В противном случае такой акционер должен будет пройти семь кругов ада: сначала для получения документов о финансово-хозяйственном положении общества, возможно, ему придется пропустить сроки исковой давности по ст. 75 Закона об АО, и лишь затем если он что-либо в итоге получит и сумеет обосновать занижение стоимости чистых активов АО, то сможет обратиться с требованием о выкупе акций в большем количестве. К сожалению, здравое по своей целевой направленности положение Проекта будет невозможно применить на практике.

Полагаем, что гораздо эффективнее было бы указать в Проекте, что общество обязано изначально рассчитывать 10-процентный лимит, исходя из действительной (рыночной) стоимости его чистых активов, и в случае использования балансовых величин нести бремя доказывания того, что балансовая стоимость чистых активов общества совпадает с их рыночной стоимостью. Кроме того, соответствующие бухгалтерские документы АО должны быть раскрыты акционеру, оспаривающему сумму выкупа, даже без заявления отдельного иска.

Возможно, при подобном разъяснении общество, оценивая собственные риски, будет более тщательно относиться к расчету количественного ограничения, а также обосновывать оценку отдельных активов для определения действительной стоимости чистых активов общества.

---

<sup>5</sup> *Порядок оценки стоимости чистых активов утвержден приказом Минфина России и ФКЦБ России от 29.01.2003 № 10н/03-6/пз.*

<sup>6</sup> *К примеру, оборудование принимается к учету по сумме затрат на его приобретение и ежегодно его балансовая стоимость уменьшается на сумму амортизации. Следовательно, через несколько лет балансовая стоимость такого оборудования может серьезно отличаться от его рыночной стоимости. При этом АО не заинтересованы в проведении ежегодной переоценки их активов (поскольку это увеличит налог на имущество) и в подавляющем большинстве случаев ее не производят.*

## Дополнительная эмиссия как основание для выкупа: да или нет?

В п. 29.8 Проекта предложено два альтернативных варианта решения важной практической проблемы: являются ли изменения, вносимые в устав в связи с увеличением уставного капитала путем дополнительной эмиссии акций, основанием для выкупа акций?

Согласно первому варианту решения (основной текст) такие изменения не могут служить основанием для выкупа, согласно второму — могут, если акционер не реализовал свое преимущественное право.

При более внимательном рассмотрении этого вопроса обнаруживается, что тут не одна, а две проблемы, каждая из которых может быть рассмотрена и разрешена по-разному. Первая: является ли увеличение уставного капитала АО, всегда предполагающее риск «размывания» доли конкретного акционера, одним из примеров нарушения или ограничения прав акционера для целей ст. 75 Закона об АО, порождающих право требовать выкупа акций? Вторая: могут ли права акционеров на выкуп акций защищаться по-разному в зависимости от того, о размещении *каких акций* (какой категории и типа) идет речь в связи с увеличением уставного капитала?

К сожалению, в предложенной редакции обе проблемы смешаны. По этой причине сложно поддерживать или отвергать какой-либо из вариантов, поскольку в Проекте не учитывается, что дополнительная эмиссия может быть произведена в отношении акций иного типа (категории), т. е. в обществе могут появиться акции новой категории — привилегированные, а в рамках существующей категории привилегированных акций — акции нового типа, которые могут существенно видоизменить расстановку сил внутри общества в части распределения корпоративного контроля. Так, увеличение уставного капитала на 1% за счет нового выпуска обыкновенных акций обычно ничего не меняет для миноритарных акционеров в плане распределения корпоративного контроля, однако увеличение уставного капитала всего лишь на 1% за счет выпуска привилегированных акций номинальной стоимостью в 100, а то и 1000 раз меньшей, чем стоимость обыкновенных акций, способно привести к принципиально новому распределению корпоративного контроля: в случае невыплаты дивиденда по таким акциям миноритарные акционеры получают право голоса, при этом в 1% уставного капитала будет сконцентрировано соответственно 100 или 1000 голосов, противостоящих всем прочим обыкновенным акциям.

Рассмотрим обе указанные проблемы по очереди.

В современном российском корпоративном праве превалирует точка зрения, по которой позволять выкуп акций, принадлежащих акционерам, которые не согласны с увеличением уставного капитала, за счет средств АО экономически неразумно. Одной рукой АО будет брать средства от одних акционеров, чтобы увеличить имущественную основу для своей хозяйственной деятельности, а другой тут же отдавать всем, кому подобное увеличение не по душе<sup>7</sup>. Вопрос этот

---

<sup>7</sup> К примеру, эту позицию отстаивает А.А. Глушецкий (выступление на заседании Президиума ВАС РФ от 24.01.2013, на котором Проект обсуждался с представителями юридического сообщества см.: <http://www.youtube.com/watch?v=Li59PSWhVxs&list=UUiLNGnI50YhKjxNClq1pnmw&index=52>).



не новый, ранее вокруг него уже велась дискуссия<sup>8</sup> и была выработана довольно устойчивая практика, еще раз подтвержденная в недавнем постановлении Президиума ВАС РФ<sup>9</sup>. Поэтому, видимо, не имеет смысла опять начинать обсуждение. Возможно, в логике «принимающей и отдающей руки» действительно есть экономический смысл. Кроме того, в поддержку такого довода можно привести сравнение АО с инвестиционным фондом. Инвестиционный фонд (в данном случае наиболее близким по смыслу будет закрытый паевой инвестиционный фонд (ПИФ), позволяющий выход из него при определенных, заранее оговоренных обстоятельствах) вкладывает средства в высоколиквидные финансовые инструменты (акции, облигации, доли в ООО, имеющих других участников; такие доли можно продать, пусть и не столь же легко, как акции, торгующиеся на бирже). Основная часть имущества большинства АО не так ликвидна, как имущество ПИФ, а потому АО, чтобы удовлетворить требования акционеров, не согласных с увеличением уставного капитала, придется каждый раз передавать им только что полученные деньги от иных акционеров, внесших их в оплату акций нового выпуска, либо распродавать свое низколиквидное имущество, что может оказаться непростой задачей. Соответственно, если бизнес-модель ПИФ ориентирована на реализацию его имущества по прошествии какого-то периода времени, чтобы покрыть требования инвестора, то модель АО ориентирована на длительное существование, а потому не предполагает выкуп акций при увеличении уставного капитала. Правда, слабость такого аргумента заключается в том, что возникает вопрос: почему при иных нарушениях прав акционера АО фактически превращается в ПИФ, выкупая акции несогласных акционеров, а при других — нет? Видимо, более внятного обоснования, кроме произвола законодателя, посчитавшего одни случаи «нарушений» основаниями для выхода из АО, а другие — нет, тут не найти.

При рассмотрении второй проблемы даже изложенная выше логика может не сработать. Так, в приведенном примере с увеличением уставного капитала всего на 1%, но предполагающим выпуск привилегированных акций меньшей номинальной стоимости, чрезвычайно сложно будет обосновать, что такое увеличение делается для усиления имущественной базы: вряд ли 1% от номинального уставного капитала даст что-либо серьезному бизнесу, в конце концов, такой бизнес всегда может занять намного больше. Соответственно, миноритарные акционеры вполне обоснованно могли бы ставить вопрос о выходе из АО, коль скоро такое уве-

<sup>8</sup> *Правовые позиции Президиума ВАС РФ: избранные постановления за 2006 год с комментариями / под ред. А.А. Иванова. М., 2012 (см. комментарии к постановлению Президиума ВАС РФ от 21.03.2006 № 13683/05 по делу № А04-9129/04-15/406 Д.И. Дедова («Правомерные действия одних субъектов права, направленные на получение ими экономических преимуществ и приводящие к утрате преимуществ у других субъектов, не влекут возложения на них дополнительного бремени в целях компенсации другим субъектам утраченных преимуществ»)) и Л.А. Новосёловой («Если акционер в силу материальных или иных затруднений не воспользовался преимущественным правом приобретения дополнительно размещаемых акций, это свидетельствует о его ограниченных возможностях, но не об ограничении его прав»).*

<sup>9</sup> *См. постановление Президиума ВАС РФ от 30.10.2012 № 6936/12 по делу № А51-12302/2011 (при размещении дополнительных акций по закрытой подписке законодательством предусмотрен специальный способ защиты интересов прежних инвесторов перед новыми — преимущественное право приобретения ценных бумаг; исходя из этого принятие общим собранием акционеров решения о внесении изменений и дополнений в устав общества в связи с увеличением количества объявленных акций само по себе не ограничивает прав акционера и не порождает у него права требовать выкупа принадлежащих ему акций общества).*

личение уставного капитала в ближайшем будущем (как только не будет принято решение о выплате дивидендов по привилегированным акциям (п. 5 ст. 32 Закона об АО), а обеспечит принятие этого решения тот же акционер или группа акционеров, обеспечившие такое бутафорское увеличение уставного капитала) может привести к размыванию их голосов.

Более того, при увеличении уставного капитала АО, когда впервые размещаются привилегированные акции (до того были только обыкновенные) вообще или привилегированные акции нового типа, владельцы обыкновенных акций не имеют преимущественного права (так как оно в соответствии с п. 1 ст. 40 Закона об АО действует только для владельцев акций той же категории (типа)). И это притом, что в обществе в результате такого размещения существенно изменятся правила игры, что по логике защиты несогласных акционеров в силу ст. 75 Закона об АО должно давать акционерам право требовать выкупа принадлежащих им акций.

Таким образом, если при экономически разумном увеличении уставного капитала еще можно найти разумные обоснования, почему не следует платить одним за счет других, то в случае манипулятивного перераспределения корпоративного контроля, достигаемого путем использования акций двух категорий (типов) и их разной номинальной стоимости, возможно, несогласным акционерам все же следовало бы предоставить защиту по правилам ст. 75 Закона об АО.

Предложение по более нюансированному рассмотрению вопросов, связанных с увеличением уставного капитала, также можно согласовать и с преимущественным правом приобретения акций, размещаемых при увеличении уставного капитала. Если акционеру было предоставлено преимущественное право, однако он его по каким-либо причинам не использовал из-за отсутствия денежных средств или по иным причинам, зависящим от самого акционера, в результате чего доля его была размыта, то это не должно быть поводом для предоставления такому акционеру дополнительной защиты в виде права требовать выкупа принадлежащих ему акций. Предоставление акционеру двух способов защиты (преимущественное право приобретения акций нового выпуска, а если он его не реализовал — выкуп акций) в этой ситуации было бы чрезмерным. Для того чтобы отразить рассмотренный нюанс, абзац второй п. 29.8 Проекта следовало бы скорректировать, указав, что подобные изменения в устав должны становиться основанием для выкупа, только если акционеру не было предоставлено преимущественное право, а не в случае, когда он его попросту не захотел использовать.

## **Требование о выкупе акций по рыночной стоимости**

Наконец, еще одно значимое разъяснение для практики рассмотрения споров о выкупе акций дается в п. 29.12 Проекта.

Проблема определения рыночной цены акций для целей выкупа сродни той, которая наблюдается в ходе принудительного выкупа на основании ст. 84.8 Закона об АО. В обеих ситуациях акционер зажат в рамки независимой оценки, ранее проведенной по инициативе противоположной стороны. Проблема заключается в том,

что обычно суды указывают на необходимость оспаривания первоначального отчета оценщика или доказывания его недостоверности либо несоответствия требованиям закона. Пока этого не сделано, суды в большинстве случаев отказываются рассматривать альтернативный отчет независимого оценщика, представленный акционером, или удовлетворять ходатайство о проведении судебной экспертизы по определению стоимости акций<sup>10</sup>.

Очевидно, понимая несправедливость такого подхода и желая скорректировать судебную арбитражную практику, ВАС РФ предложил следующее решение.

Отныне акционер в случае несогласия с предложенной ценой выкупа сможет обратиться в арбитражный суд с требованием о выкупе его акций по рыночной цене (не указывая в иске ее точный размер), при этом в ходе судебного процесса ему не обязательно потребуются оспаривать отчет об оценке, на основе которого была ранее определена уполномоченным органом АО цена выкупа акций.

Рыночная стоимость акций будет определяться судом с учетом итогов возможной финансово-экономической экспертизы или посредством обращения к иным доказательствам, представленным сторонами по делу.

Такой подход, безусловно, является шагом вперед и заслуживает поддержки, поскольку обеспечит защиту интересов миноритариев. Видимо, его целесообразно было бы использовать и в случае принудительного выкупа на основании ст. 84.8 Закона об АО, но в Проекте подобной аналогии не проведено.

<sup>10</sup> Судебную практику по ст. 75 Закона об АО см.: постановления ФАС Западно-Сибирского округа от 23.04.2010 по делу № А70-7692/2009 (определением ВАС РФ от 31.08.2010 № ВАС-11027/10 отказано в передаче дела в Президиум ВАС РФ; наличие у истца иного отчета, как указал суд, не опровергает первоначально определенную рыночную стоимость акций; кроме того, в представленном истцом отчете оценка рыночной стоимости одной акции общества определена на иную дату); ФАС Северо-Западного округа от 10.11.2008 по делу № А56-11107/2007 (определением ВАС РФ от 21.01.2009 № 17400/08 отказано в передаче дела в Президиум ВАС РФ; суд, правомерно отказывая в удовлетворении иска, исходил из недоказанности несоответствия определенной советом директоров рыночной стоимости акций их реальной рыночной стоимости, а также несоответствия отчета независимого оценщика требованиям закона); ФАС Московского округа от 13.03.2012 по делу № А40-109210/10-158-642 (отчет об оценке не был признан недействительным постановлением суда, решение Совета директоров о выкупе акций по 40,03 руб. в надлежащем порядке оспорено не было, в связи с чем требования истцов о взыскании убытков не были удовлетворены).

Судебную практику по ст. 84.8 Закона об АО (принудительный выкуп) см.: постановления ФАС Восточно-Сибирского округа от 24.10.2012 по делу № А33-14138/2011 (определением ВАС РФ от 16.01.2013 № ВАС-18026/12 отказано в передаче дела в Президиум ВАС РФ; истец не доказал, что при определении рыночной стоимости акций ОАО «РАО «Норильский никель» и при выкупе обществом «ГМК «Норильский никель» акций были допущены какие-либо нарушения действующего законодательства); ФАС Московского округа от 07.04.2009 № КГ-А40/2404-09 по делу № А40-53297/08-100-439 (в удовлетворении исковых требований о взыскании убытков, возникших вследствие принудительного выкупа, отказано, так как величина оценки акций общества независимым оценщиком не оспорена истцом, а ходатайство истца о признании отчета об оценке недостоверным доказательством правильно отклонено судами первой и апелляционной инстанций в силу того, что оно, по сути, сводится к предъявлению самостоятельных требований, не подлежащих разрешению в рамках заявленного иска) и от 18.06.2008 № КГ-А40/5099-08 по делу № А40-21958/07-56-202 (в удовлетворении исковых требований отказано правомерно, так как выкуп принадлежавших истцу акций осуществлен ответчиком с соблюдением действующего законодательства РФ, стоимость акций определена на основании отчета независимого оценщика, достоверность оценки подтверждена экспертным заключением; отчет об оценке истец не оспаривает, доказательств признания в судебном порядке недействительным отчета об оценке не представил).

## Споры, связанные с приобретением более 30% акций открытого общества

### Уменьшение пакета после пересечения порогового значения

Наиболее принципиальное, на наш взгляд, положение, содержащееся в рассматриваемом Проекте, посвящено определению того, что происходит с обязанностью направить обязательное предложение, если однажды лицо пересекает соответствующее пороговое значение (более 30, 50 или 75% голосующих акций открытого АО). В настоящее время среди практикующих корпоративных юристов преобладает точка зрения, что если приобретатель крупного пакета акций произвел его отчуждение неаффилированным лицам до истечения 35-дневного срока, то ни обязанности по направлению обязательного предложения, ни административной ответственности (ст. 15.28 КоАП РФ) за ненаправление такого предложения у него не возникает. При этом менее однозначным является ответ на вопрос, что происходит по истечении указанного срока.

По отношению к обязанности направить обязательное предложение судебная практика занимает неоднозначную позицию: одни суды указывают, что если отчуждение произошло в течение 35 дней после приобретения крупного пакета, то обязанность направить обязательное предложение прекращается<sup>11</sup>; другие не учитывают 35-дневного срока и указывают, что если на момент рассмотрения спора в суде ответчик не владеет крупным пакетом акций свыше обозначенных пороговых значений, то на него вовсе не может быть возложена обязанность по направлению обязательного предложения<sup>12</sup>.

В части административной ответственности правонарушение, видимо, в любом случае необходимо считать совершенным, если по истечении 35 дней предложение не было направлено.

Отдельная проблема связана с отчуждением акций, совершаемым приобретателем крупного пакета не по собственной воле до истечения 35-дневного срока, а в связи с последующим признанием сделки, на основании которой был приобретен крупный пакет акций, недействительной и применением реституции. Понятно, что на деле подавляющее большинство исков о признании таких сделок недействительными инициируются самими же приобретателями корпоративного контроля или иными лицами, действующими с ними сообща<sup>13</sup>, однако подобная ситуация, по-

<sup>11</sup> См.: постановления ФАС Западно-Сибирского округа от 08.09.2009 № Ф04-4704/2009(12288-А03-11) по делу № А03-13234/2008 (определением ВАС РФ от 23.10.2009 № ВАС-13581/09 отказано в передаче в Президиум ВАС РФ); ФАС Московского округа от 04.02.2009 № КГ-А41/13352-08 по делу № А41-3097/08; Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 06.12.2010 по делу № А65-10606/2010.

<sup>12</sup> См.: постановления ФАС Уральского округа от 14.05.2012 № Ф09-2071/12 по делу № А50-13887/2011; ФАС Северо-Западного округа от 26.09.2011 по делу № А56-47478/2010; Первого арбитражного апелляционного суда от 14.04.2011 по делу № А38-2478/2010.

<sup>13</sup> Мы намеренно используем этот термин (тут нет, как может показаться на первый взгляд, никакой уголовно-правовой коннотации) как кальку с английского *persons acting in concert* — понятия, обычно употребляемого в иностранных юрисдикциях в связи с институтом обязательного предложения, поскольку российское понятие аффилированного лица, определяемого исходя из сугубо формальных признаков, описанных в законе, в таком случае легко обойти. Соответственно, подобные иски заявляют формально независимые лица, однако по факту находящиеся под контролем того, кто приобрел крупный пакет акций.

сколькo она отдает недобросовестным поведением, на наш взгляд, должна быть рассмотрена отдельно от случаев, когда лицо заявляет о желании выйти из числа крупных акционеров, причем делает это открыто и в ограниченное время.

К сожалению, в Проекте обе ситуации объединены в одну норму и какой-либо дифференциации между добровольным (зачастую вполне добросовестным) уменьшением пакета и последующим судебным оспариванием сделки по приобретению контроля не проводится.

Итак, в п. 36.1 Проекта предлагается три возможных варианта решения проблемы отчуждения акций после пересечения порогового значения:

- 1) обязанность направить обязательное предложение прекращается, если лицо после пересечения порогового значения уменьшило свой пакет ниже пороговых величин путем отчуждения ценных бумаг третьим лицам либо признания сделки по приобретению соответствующих ценных бумаг недействительной, *в том числе и после истечения 35 дней (основной текст)*;
- 2) обязанность направить обязательное предложение прекращается, только если такое уменьшение произошло *до истечения 35 дней, а если после — обязанность направить обязательное предложение не прекращается (первый вариант абзаца второго)*;
- 3) обязанность направить обязательное предложение *в любом случае не прекращается (второй вариант абзаца второго)*: если приобретатель однажды «вляпался», то что бы ни происходило впоследствии, даже если такому лицу не принадлежит ни одной акции соответствующего АО, оно обязано в любом случае сделать обязательное предложение.

*Наиболее экономически правильным и сбалансированным нам представляется, безусловно, первый вариант абзаца второго: с одной стороны, он учитывает задачи этого института, предполагающие направление обязательного предложения только в случае действительного приобретения лицом устойчивого корпоративного контроля над обществом, с другой — вводит разумные временные ограничения, не позволяющие крупному акционеру, получившему контроль над АО, затягивать момент направления обязательного предложения и тем самым злоупотреблять своим правом.*

Рассмотрим каждый из перечисленных выше вариантов решения проблемы отчуждения акций после пересечения порогового значения более подробно, оценивая политико-правовые последствия того или иного выбора, который предстоит совершить высшей судебной инстанции.

**Вариант первый:** вне зависимости от истекшего с момента приобретения крупного пакета акций времени крупный акционер всегда может освободиться от обязанности направить обязательное предложение посредством отчуждения пакета акций не аффилированному с ним лицу таким образом, чтобы не превышать соответствующее пороговое значение. В данном случае приобретатель крупного пакета оказывается в заведомо неравном положении с прочими акционерами, поскольку он и только он в любой момент может воспользоваться возможностью

освободиться от обязанности направить оферту. Это классический случай приобретения недобросовестным лицом всех благ от своего некорректного поведения, в то время как прочие лица вынуждены будут только претерпевать последствия такого поведения.

Против такого варианта может быть предложено следующее практическое наблюдение: как правило, приобретатели не ждут вечно, а в подавляющем большинстве случаев все же делают обязательное предложение, хотя и по прошествии как минимум шестимесячного срока с момента приобретения крупного пакета акций. Ответ на эту загадку кроется в правилах п. 4 ст. 84.2 Закона об АО, задающих требования к порядку определения минимальной цены при обязательном предложении:

- такая цена не может быть ниже средневзвешенной цены акций, определенной по результатам организованных торгов за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в ФСФР России (для ценных бумаг, обращающихся на организованных торгах);
- такая цена не может быть ниже наибольшей цены, по которой приобретатель крупного пакета или его аффилированные лица приобрели или приняли на себя обязанность приобрести ценные бумаги в течение шести месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения (для всех ценных бумаг).

Кроме того, цена обязательного предложения, в результате которого лицо стало владельцем более 95% голосующих акций общества, задает ограничитель и для цены возможного последующего вытеснения оставшихся миноритарных акционеров (абзац второй п. 4 ст. 84.8 Закона об АО).

Поэтому лица, купившие крупный пакет по рыночной цене, обычно предпочитают подождать, пока упадут цены на бирже и пройдет шесть месяцев с момента покупки крупного пакета, чтобы тем самым сбить цену обязательного предложения и в дальнейшем осуществить принудительный выкуп по заниженной цене.

Но как только шестимесячное окно закроется<sup>14</sup>, ничего не станет препятствовать поглотителю в том, чтобы сделать предложение по цене, которая будет существовать на рынке на любой момент после истечения названного шестимесячного срока (как правило, на открытом рынке цена будет значительно ниже) или будет подтверждена привлеченным оценщиком. Соответственно, чтобы не стимулировать подобное выжидательное поведение, которое дает возможность занижать цену обязательного предложения в будущем, этот вариант, позволяющий ждать сколь угодно долго и при этом в любое время освободиться от любых ограничений, связанных с ненаправлением обязательного предложения, вряд ли стоило бы рассматривать всерьез как модель оптимального регулирования. Правильнее было бы обставить возможность «исцеления» такой ситуации разумными временными рамками.

---

<sup>14</sup> *Справедливости ради стоит заметить, что проблема занижения цены через уклонение от своевременного направления обязательного предложения решается в более общем виде в п. 36.3 Проекта, поэтому в случае его принятия в этой редакции еще одна из возможностей манипуляции будет исключена.*

**Вариант второй:** приобретателю крупного пакета акций дается 35-дневный срок на то, чтобы выйти из капитала АО и тем самым не нести никакой ответственности за неисполнение обязанности по направлению обязательного предложения. Противники подобной конструкции в качестве аргумента против обычно указывают на то, что случайно крупные пакеты акций АО не покупаются, поэтому, коль скоро кто-то однажды стал контролирующим акционером, он обязан сделать предложение всем остальным акционерам продать принадлежащие им акции — в противном случае правопорядок станет потворствовать недобросовестным корпоративным собственникам, которые для целей обхода норм об обязательном предложении будут расплывать его между лицами, действующими сообща, хотя формально и не относящимися к кругу аффилированных лиц. Тем самым возражение против такой конструкции распадается на две составляющие: (1) не бывает случайного приобретения контроля и (2) последующая продажа лицам, которых нельзя связать с реальным корпоративным собственником, требует более жесткой конструкции (той, что описана в варианте третьем).

Однако действительно ли все участники оборота такие разумные, что не совершают ошибок, всегда ли обстоятельства благоприятны или, напротив, кругом одни «жулики», руководствующиеся логикой «не обманешь, не проедешь»? Думается, что в действительности все не столь однозначно, а потому вполне возможны ситуации, когда по-настоящему добросовестные участники оборота могут иметь веские основания произвести отчуждение крупного пакета акций. К примеру, при неполучении необходимых согласований на приобретение контроля, при резком (как это мы наблюдали в 2008–2009 гг.) изменении рыночной конъюнктуры, наконец, при неожиданном изменении правил игры на том или ином рынке вполне обоснованно приобретатель, движимый либо страхом перед административными санкциями (неполучение антимонопольных, банковских разрешений, согласований Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации), либо еще большими потерями в будущем от совершенной инвестиции, может принять решение о выходе из такой компании или снижении своей доли в ней. Соответственно, если контроль отчужден в рамках разумного срока (хотя бы того же 35-дневного срока<sup>15</sup>), это сделано открыто и добросовестно, участники видят, что приобретатель пакета вовсе не альтер эго прежнего собственника, то почему бы в таком случае предложенное во втором варианте регулирование не сделать базовым принципом?

Фактически спор идет не о том, давать или не давать приобретателю время подумать, а вся дискуссия смещается в сферу рассуждений о том, что невозможно связать два и более лица в одну группу, а потому лучше, чтобы обязательное предложение делалось всегда. Так, достаточно половину пакета, например, из 55% акций АО продать некоему ООО, формально не связанному с приобретателем крупного пакета акций, с тем чтобы по правилам варианта второго не делать обязательного предложения. Но в таком случае это вопрос не обязательного

---

<sup>15</sup> *Здесь же стоит отметить, что в подготовленных в настоящее время Минфином России (а ранее ФСФР России) поправок в главу XI.1 Закона об АО указанный срок предлагается увеличить до 50 дней. Для рынка это делает ситуацию еще более прозрачной, а для поглопителя — чуть более реалистичной с точки зрения того, чтобы взвесить все за и против. Текст законопроекта и краткий комментарий к нему см.: Смольников Д. Новые правила приобретения акций // Законопроект Минфина ([http://zakon.ru/Discussions/novye\\_pravila\\_priobreteniya\\_akcij\\_\\_zakonoproekt\\_minfina/3326](http://zakon.ru/Discussions/novye_pravila_priobreteniya_akcij__zakonoproekt_minfina/3326) [5.03.2013]).*

предложения, а несовершенства законодательства об аффилированных лицах. Более того, подобная проблема встречается во многих институтах, где задействовано юридическое лицо.

Почему бы тогда не решить эту проблему отдельно, а применительно к обязательному предложению не принимать во многом топорную конструкцию, которая не только будет препятствовать недобросовестным участникам оборота, но также затронет добросовестных?

ВАС РФ уже отчасти решает эту проблему применительно к вопросам добросовестности приобретателей имущества<sup>16</sup>. Ранее решение этой проблемы предлагалось Рабочей группой МФЦ в числе поправок в ГК РФ, но было отвергнуто профильным комитетом Государственной Думы и встретило жесткое неприятие отдельных профессоров из числа разработчиков Кодекса<sup>17</sup>. Таким образом, решение должно быть направлено в первую очередь на то, чтобы в судебной практике не позволять двум и более лицам, прикрывающимся корпоративной оболочкой некоего ООО (ЗАО) или офшорной компании, уходить от исполнения обязанностей, налагаемых материальным правом, а не на то, чтобы «загрублять» базовые институты самого материального права. Иными словами, необходимо определить, что есть аффилированные лица, причем сделать это на уровне нормы-принципа, поскольку одни и те же вопросы с завидной регулярностью возникают в различных институтах гражданского права. В конце концов, если и дальше не решать проблему установления реальной группы лиц, действующих сообща, то никакие разъяснения рассматриваемой нормы не помогут: те самые пресловутые «жулики», с которыми пытаются бороться посредством всевозможных ограничений и запретов, уже сейчас приобретают крупные пакеты на несколько компаний, формально никак не связанных между собой, так что для них обсуждаемые разъяснения ничего не изменят. Однако для добросовестных участников оборота, на которых ориентированы любые здравомыслящие юристы, все же правильнее принимать нюансированные нормы и разъяснения.

**Вариант третий:** приобретатель крупного пакета акций, если он однажды пересек соответствующее пороговое значение, вне зависимости от последующего развития событий в любом случае должен сделать обязательное предложение.

Аргументы, которые обычно приводятся в поддержку подобной позиции, так или иначе уже были рассмотрены выше, при анализе варианта второго.

В качестве дополнительных аргументов против идеи, заложенной в варианте третьем, можно привести два нехитрых практических соображения.

---

<sup>16</sup> В определении о передаче дела в Президиум ВАС РФ от 09.01.2013 № ВАС-14828/12 была высказана чрезвычайно важная и, возможно, даже краеугольная для дальнейшей судебной практики позиция по отношению к офшорным компаниям. Коллегия судей ВАС РФ указала, что, когда вопрос о применении положений российского законодательства, защищающих третьих лиц, ставится в отношении офшорной компании, бремя доказывания наличия либо отсутствия обстоятельств, защищающих эту компанию как самостоятельный субъект в ее взаимоотношениях с третьими лицами, должно возлагаться на нее. При этом доказывание осуществляется прежде всего путем раскрытия информации о том, кто в действительности стоит за компанией, т. е. путем раскрытия информации о ее конечном бенефициаре.

<sup>17</sup> См.: Интервью с заместителем председателя Совета по кодификации профессором А.Л. Маковским (<http://zakon.ru/Discussions/OneDiscussion/923>).



Во-первых, представим, что приобретатель крупного пакета акций все же в скором времени произвел его отчуждение стороннему лицу, но при этом, как того требует позиция, отраженная в этом варианте, он должен будет сделать обязательную оферту. Лицо, которому не принадлежит, возможно, уже ни одна акция АО, привлекает банковскую гарантию, при необходимости обращается за получением разрешений на приобретение контроля, после чего направляет оферту всем акционерам АО, включая недавнего приобретателя крупного пакета акций, который купил его у горе-поглотителя один-два месяца назад. Далее, текущий собственник крупного пакета (конечно, если пакет не был распылен на рынке) должен в течение 35-дневного срока тоже сделать оферту, и в этом случае акционеры АО получают целых два обязательных предложения. Выглядит комично, но именно это и должно происходить, если следовать линейной логике разъяснения, содержащегося в варианте третьем.

Во-вторых, Проект, к сожалению, так и не предложил однозначного ответа на вопрос о том, необходимо ли при расширении группы аффилированных лиц, совместно владеющих крупным пакетом, делать новое обязательное предложение. Из смысла п. 36.9 и 36.14 Проекта следует, что при каждой новой конфигурации группы лиц, являющихся аффилированными между собой, если хотя бы одно вновь присоединившееся к группе лицо обладает хотя бы одной акцией общества, такая «новая» группа лиц обязана делать новое обязательное предложение в силу п. 1 ст. 84.2 Закона об АО в случае, если в совокупности все они владеют более 30, 50 или 75% голосующих акций. Действительно, если при добавлении к группе лиц нового лица происходит не просто ее реконфигурация, а образуется новая группа, то при появлении новой группы, в совокупности владеющей хотя бы на одну акцию больше, чем прежняя, она впервые «приобретает» более 30, 50 или 75% голосующих акций общества, и потому, строго говоря, должна делать обязательное предложение. Но ведь большинство крупных российских АО с публикацией каждый раз нового списка аффилированных лиц должны задумываться о том, что кто-то должен делать обязательное предложение. Эту проблему можно было бы решить разъяснением, что изменение конфигурации группы лиц, в том числе за счет присоединения к ней новых лиц, владеющих акциями АО, не влечет направления обязательного предложения такой группой, пока лицами в совокупности не будет превышен следующий порог корпоративного контроля, однако такого разъяснения Проект не содержит. Поэтому решением указанной проблемы мог бы служить вариант второй, который позволял бы кому-либо из группы лиц, возникшей в результате появления в ней нового лица, произвести отчуждение соответствующего количества акций в течение понятного срока, а потому общее количество акций в рамках новой группы оставалось бы неизменным и не наступало обязанности по направлению обязательного предложения.

Рассмотрев возможные *pro et contra* каждого из предложенных вариантов, надеемся, что ВАС РФ займет прагматичную позицию в этом вопросе и основной спор пойдет вокруг выбора между первым и вторым вариантом. Если же будет избран вариант третий как основа для развития практики, то через несколько лет мы получим расцвет всевозможных экзотических исков и требований, включая весь арсенал средств уголовно-правового преследования, цель которых будет сводиться только к одному — аннулировать основание для перехода

прав на акции к приобретателю крупного пакета акций. Причем все эти требования будут так или иначе инициироваться тем лицом, которое ранее приобрело крупный пакет акций, а затем под грузом обстоятельств вынуждено от него избавляться.

В завершение этого блока хотелось бы обратить внимание на то, что во многих развитых правовых системах также существуют подобные переходные периоды (*grace period*), когда лицо может передумать и продать приобретенный ранее крупный пакет (или его часть) третьему лицу во избежание обязанности по направлению обязательного предложения.

Например, во Франции допускается временное владение акциями без обязанности по направлению обязательного предложения до шести месяцев, правда, с разрешения регулирующего органа<sup>18</sup>. Без указания точного периода временное владение крупным пакетом без направления оферты допускается в Австрии<sup>19</sup>, Швейцарии<sup>20</sup> (но с разрешения регулирующего органа) и Германии<sup>21</sup> (также с разрешения регулятора). Наконец, в Нидерландах установлен 30-дневный *grace period*<sup>22</sup>.

Далее, несмотря на избранный вариант решения проблемы в части добровольного отчуждения корпоративного контроля, признание недействительной сделки, на основе которой был приобретен крупный пакет акций, должно, на наш взгляд, обсуждаться в несколько ином ключе. В данном случае важен не период времени, а то, по какому основанию и по чьей инициативе сделка признается недействительной. Очевидно, что в большинстве подобных споров судебное оспаривание сделки призвано лишь прикрыть нежелание лица делать обязательное предложение, но независимо от сроков такого оспаривания оферта должна делаться именно контролирующим лицом. Таким образом, должен учитываться элемент добросовестности поведения лица, получившего крупный пакет акций, а равно и тех, кто действует с ним сообща. В очередной раз мы возвращаемся к проблеме определения круга лиц, действующих сообща: как видно, и в этой ситуации без принципиального решения более общего вопроса бессмысленно пытаться решить частности. Если сделку по приобретению крупного пакета акций оспаривает сам приобретатель или иное, но связанное с ним лицо, то подобный иск не должен освобождать его от обязанности делать публичное предложение, впрочем, как и само требование о признании соответствующей сделки недействительной следует рассматривать с особой тщательностью, без формализма.

---

<sup>18</sup> См.: Art. 234-4 of the General Regulation of the Autorite Des Marches Financiers. Book II — Issuers and Financial Disclosure ([http://www.amf-france.org/documents/general/8155\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8155_1.pdf)).

<sup>19</sup> См.: § 25 (1)(3) of the Takeover Act ([http://www.univie.ac.at/aicher/dateien/M&A%20Int\\_I\\_2011-2012%20-%20documents/Austrian%20Takeover%20Act\\_englisch.pdf](http://www.univie.ac.at/aicher/dateien/M&A%20Int_I_2011-2012%20-%20documents/Austrian%20Takeover%20Act_englisch.pdf)).

<sup>20</sup> См.: Art. 32 (2) (c) of the Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading of March 24, 1995 (Version January 1, 2009) ([http://www.six-exchange-regulation.com/download/admission/regulation/federal\\_acts/sesta\\_en.pdf](http://www.six-exchange-regulation.com/download/admission/regulation/federal_acts/sesta_en.pdf)).

<sup>21</sup> См.: Art. 37 (1) Securities Acquisition and Takeover Act ([http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wpueg\\_en.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/wpueg_en.html)).

<sup>22</sup> См. последний абзац Newsletter: Amendments to Dutch public offer rules ([http://www.newsletter-nautadutilh.com/EN/xzine/corporate/amendments\\_to\\_dutch\\_public\\_offer\\_rules/aanpassing\\_nederlandse\\_biedingsregels.html?cid=4&xzine\\_id=4755](http://www.newsletter-nautadutilh.com/EN/xzine/corporate/amendments_to_dutch_public_offer_rules/aanpassing_nederlandse_biedingsregels.html?cid=4&xzine_id=4755)).

### **Уменьшение пакета после направления обязательного предложения**

В последнем абзаце п. 36.1 Проекта проводится подход, согласно которому не имеет значения, была оспорена сделка по приобретению крупного пакета или произошло отчуждение части указанного пакета после направления обязательного предложения — сделки, совершенные в результате принятия такого предложения, считаются заключенными и должны быть исполнены.

При этом из Проекта были *исключены варианты* последнего абзаца п. 36.1 (в прежней редакции п. 1<sup>23</sup>), согласно одному из которых сделки, совершенные в результате акцепта направленного обязательного предложения, не должны считаться заключенными, если сделка по приобретению крупного пакета была признана недействительной по обстоятельствам, не зависящим от оферента.

Таковыми обстоятельствами должны стать главным образом пороки воли, допущенные при заключении сделок по приобретению крупного пакета.

Подход, изложенный в указанном варианте прошлой редакции Проекта, нам представляется сбалансированным и отвечающим интересам как приобретателя крупного пакета, так и миноритариев.

Если приобретенный крупный пакет был уменьшен в связи с недействительностью сделки, породившей основание для направления обязательного предложения, при этом признанию такой сделки недействительной не способствовал сам приобретатель пакета (отсутствует какое-либо злоупотребление с его стороны), то возложение на такого приобретателя обязанности исполнить заключенные на основе обязательного предложения сделки, в которых он уже не заинтересован (в связи с недействительностью начальной сделки), станет слишком серьезным и необоснованным бременем для него.

Разумно было бы вернуть указанный вариант последнего абзаца п. 36.1 в Проект и рассмотреть его в качестве одного из разъяснений для практики.

### **Изменение обязательного предложения в случае пересечения очередного порогового значения**

Можно лишь поддержать разъяснение, изложенное в п. 36.2 Проекта, в силу которого, если до истечения срока принятия обязательного предложения размер пакета акций, принадлежащих лицу, ранее направившему обязательное предложение, превысит следующее пороговое значение (50 или 75%), такое лицо обязано внести в обязательное предложение соответствующие изменения и довести их до сведения акционеров, а не делать повторное предложение на новых условиях.

Однако вопросы вызывают формулировки разъяснения, предоставляющие акционерам право акцептовать как предложение с учетом изменений, так и предложе-

---

<sup>23</sup> Первоначальный текст Проекта см.: [http://www.arbitr.ru/\\_upimg/09D3BD3BCC4FC53CB30C90684055E697\\_project.pdf](http://www.arbitr.ru/_upimg/09D3BD3BCC4FC53CB30C90684055E697_project.pdf).

ние без учета изменений: «При этом акционеры вправе акцептовать предложение без учета изменений и получить стоимость своих акций в первоначально обозначенные в предложении сроки, либо направить заявление об акцепте предложения с учетом изменений — в этом случае стоимость выкупаемых акций выплачивается обществом с учетом продленного срока действия измененного предложения...»

Подобная возможность приведет к тому, что часть акционеров приобретет акции по одной цене, а часть — по другой, что не вполне согласуется с основной задачей института обязательного предложения — обеспечить одинаковое отношение к акционерам поглощаемого общества со стороны лица, получившего контроль. Наличие двух версий действующего предложения, различающихся, очевидно, по цене и (или) срокам оплаты выкупаемых ценных бумаг, от одного и того же акционера, получившего корпоративный контроль, может вызвать путаницу и отрицательно сказаться на интересах миноритариев.

Видимо, более логичной с точки зрения назначения института обязательного предложения является конструкция, при которой акционеры признавались бы акцептующими предложение на условиях измененного предложения. Более того, такой подход гораздо лучше согласуется и с принципиальным подходом ГК РФ к публичной оферте, предполагающей равные условия для всех потенциальных акцептантов (п. 2 ст. 437 ГК РФ).

### **Возражения против цены обязательного предложения и понуждение к направлению обязательной оферты**

В п. 36.4 Проекта предлагается решать проблему занижения цены обязательного предложения, а также уклонения приобретателя от направления обязательного предложения с помощью *обращения акционеров в суд* с иском об обязанности приобретателя выкупить акции (в первом случае — по указанной истцом цене, которую он считает достоверной).

Разъяснение, изложенное в п. 36.4 Проекта, можно только приветствовать, поскольку офертозамещающий эффект судебного решения представляет собой наиболее действенный способ защиты миноритариями своих прав и законных интересов. Более того, предлагаемое разделение механизма защиты на обязательное для всех акционеров судебное решение, тождественное по сути оферте, если это коллективный иск, и на решение по отдельному иску о присуждении денежной суммы, если это иск индивидуальный, позволит различать две принципиально разные ситуации.

В то же время следует отметить упущения, которые могут создать основу для злоупотреблений, а потому требуют дополнительного обсуждения и корректировки. Так, Проектом не предусмотрен механизм приостановления течения срока для принятия обязательного предложения (если оно было направлено по заниженной цене) на время судебного разбирательства, особенно когда акционерами будет избран механизм защиты своих прав посредством коллективного иска.

В этой ситуации акционеры вынуждены будут либо принимать предложение по заниженной цене в рамках указанного в нем срока действия, либо обращаться с ис-

ком и ожидать результата судебного разбирательства, в котором они могут проиграть и более не иметь возможности принять предложение по причине истечения его срока. За менее чем два месяца, которые отводятся акционерам на принятие обязательного предложения, завершить судебные разбирательства даже в суде первой инстанции, если это дело будет рассматриваться по правилам главы 28.2 АПК РФ, вряд ли удастся.

Гораздо разумнее было бы разъяснить, что в отношении акционеров, обратившихся в суд с требованием об обязанности приобретателя выкупить акции по указанной ими цене и заявивших ходатайство о приостановлении для них течения срока для принятия обязательного предложения, такой срок приостанавливается до вступления решения суда в законную силу.

### **Оспаривание сделок, заключенных на основании обязательного предложения**

В п. 36.6 Проекта предлагается разрешить другой, не менее принципиальный для практики вопрос: какие последствия наступают в случае заключения сделки (договора купли-продажи акций или мены ценных бумаг) на основании «дефектного» обязательного предложения — вправе ли акционер АО, заключивший такую сделку, требовать лишь взыскания убытков от лица, направившего предложение, или ему принадлежит также право требовать признания сделки недействительной?

С точки зрения политики права в целях обеспечения интересов акционеров поглощаемого общества и недопущения недобросовестного поведения лица, направляющего обязательное предложение с нарушением требований закона, нам представляется правильным вариант, при котором акционеру будет предоставлено право выбора — убытки и (или) реституция. Иначе одного только взыскания убытков в некоторых случаях может оказаться недостаточно для восстановления нарушенных прав акционера (например, возможное появление конкурирующего предложения в отношении ликвидных акций: в таком случае акционеру интереснее вернуть свои акции в натуре и предложить их иному поглотителю, чем нести издержки на судебные процессы, связанные со взысканием убытков, перспективы которых могут быть более чем туманны).

Нарушения, которые на практике допускаются при заключении сделок на основании обязательного предложения, не всегда связаны с занижением цены выкупа, поэтому предлагаем предоставить акционерам дополнительный способ защиты в виде оспаривания сделок, заключенных на основании обязательного предложения. При этом признание недействительной одной сделки не должно влечь недействительность обязательного предложения в целом, так как подобный подход будет дестабилизировать оборот и препятствовать нормальной деятельности общества. У владельцев ценных бумаг, акцептовавших обязательное предложение, также должно сохраняться право на оспаривание договоров на основании общих положений о недействительности сделок, предусмотренных ГК РФ.

Понятно стремление ВАС РФ, которое прослеживается в последнее время, всемерно искоренять практику признания недействительными сделок и иных юридически значимых юридических фактов, особенно в корпоративном праве и свя-

занных с ним областях (решений общих собраний акционеров (участников), актов последующей регистрации и т. д.), а также перенаправить вектор развития практики на взыскание убытков и использование иных компенсационных механизмов. Видимо, то же самое стремление прослеживается и в данном случае. Однако предлагаемый вариант — право выбора акционера (убытки или реституция) — вовсе не означает, что основная часть акционеров, пострадавших от недобросовестности лица, направляющего обязательное предложение, предпочтет каждый раз заявлять не иски о взыскании убытков, а иски о признании сделок недействительными и возврате ранее проданных акций в натуре в порядке реституции.

Акции акциям рознь: есть высоколиквидные акции, по которым убытки довольно легко рассчитываются (за основу берутся биржевые котировки или запрашиваются данные у профессиональных участников рынка ценных бумаг, совершающих сделки с ликвидными акциями), а есть акции, рыночную стоимость которых вряд ли кто-то определит. Акции из контрольного пакета и одна из многих миллионов тоже сильно различаются. Соответственно, в одних случаях акционерам, чтобы защитить свои нарушенные права в полном объеме, необходимо будет добиваться возврата акций в натуре, а в других — намного проще посчитать ущерб и удовлетвориться суммой денежной компенсации. Нечто подобное можно уже наблюдать по другой, весьма интересной категории споров с акциями. В свое время ВАС РФ фактически дозволил акционерам, лишившимся собственных акций помимо воли из-за списания их со счета, выбирать, какое средство защиты использовать<sup>24</sup> — требовать возврата акций в натуре от их нынешнего обладателя<sup>25</sup> или требовать денежной компенсации (по сути, это иск об убытках, но заявляемый к эмитенту как лицу, ответственному за ведение реестра владельцев ценных бумаг общества<sup>26</sup>). Несмотря на то, что ВАС РФ напрямую не только не ограничил право выбора средства защиты для акционера, лишившегося своих акций, но даже не установил каких-либо преимуществ одного средства защиты перед другим, сам рынок, точнее, его участники сделали выбор, причем без какого-либо вмешательства извне. Как показывает судебная практика, всюду, где речь идет о списании помимо воли владельца акций, которые являются высоколиквидными ценными

<sup>24</sup> *Постановление Президиума ВАС РФ от 20.03.2012 № 14989/11 по делу № А21-2060/2006 представляет собой яркий пример предоставления возможности сочетания двух способов защиты (убытков и виндикации): иск об истребовании акций из чужого незаконного владения удовлетворен частично, поскольку в отношении части акций нарушенные права истца уже восстановлены вступившим в силу решением суда, которым была присуждена денежная компенсация.*

<sup>25</sup> *См. постановление Президиума ВАС РФ от 05.09.2006 № 4375/06 по делу № А01-2497-2004-5/1405-2005-12 («Суды обоснованно пришли к выводу о недействительности оспариваемых сделок, решений общих собраний акционеров и удовлетворили иски о виндикации акций, поскольку они выбыли из владения собственников помимо их воли. Так как в рассматриваемом случае были установлены фактические владения ценных бумаг, неправомерно изъятых у истцов, суды восстановили положение, существовавшее до нарушения прав акционеров, списав акции с лицевых счетов названных лиц»), а также последующие дела о восстановлении корпоративного контроля (постановления Президиума ВАС РФ от 03.06.2008 № 1176/08 по делу № А14-14857/2004-571/21; от 10.04.2012 № 15085/11 по делу № А19-5794/10-10-4).*

<sup>26</sup> *См. постановление Президиума ВАС РФ от 02.08.2005 № 16112/03 по делу № А40-35556/02-34-206 (так называемое дело Зацаринной, в котором высшая судебная инстанция впервые высказалась по вопросу об ответственности эмитента, доверившего ведение реестра регистратору, за необоснованное списание акций со счета акционера), а также последующие дела, поддерживающие эту позицию (постановления Президиума ВАС РФ от 20.02.2006 № 5134/02 по делу № А40-9053/01-48-132; от 28.01.2008 № 11570/07 по делу № А05-10906/2006-17).*

бумагами, при этом не относятся к акциям, входящим в контрольные пакеты, истцы предпочитают заявлять иски о взыскании убытков; напротив, каждый раз, когда похищаются акции из контрольных пакетов и тем самым утрачивается корпоративный контроль либо акции не являются ликвидными, а потому крайне сложно определить их рыночную стоимость и размер убытков, истцы предпочитают иски о возврате акций в натуре.

Думается, что право выбора средств защиты для пострадавшего акционера в случае с заключением сделок на основании ранее направленного «дефектного» обязательного предложения в перспективе могло бы повторить ту же судьбу, что и иски, заявляемые в связи с утратой акций: рынок сам показал бы, где какое средство наилучшим образом подходит для достижения наиболее полной защиты прав пострадавшего лица.

### **Обязанное лицо и учет депозитарных ценных бумаг**

В п. 36.9 Проекта предлагается для целей применения правил о направлении обязательного предложения учитывать приобретение как прямого, так и косвенного контроля над обществом. При этом под косвенным контролем в названном пункте понимается приобретение контроля над обществом через третьих лиц исходя из определений подконтрольного и контролирующего лиц, закрепленных в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»: «...в случае наступления обстоятельств, в силу которых аффилированные лица приобретают прямой или косвенный (через третьих лиц) контроль над более 30, 50 или 75 процентов акций открытого общества (зачисление акций на лицевой счет; приобретение прямого или косвенного (через третьих лиц) контроля над обществом (части тридцать первая и тридцать вторая статьи 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»), во владении которого находятся акции открытого общества; заключение договора, предусматривающего возможность осуществления прав акционера либо право давать указания об осуществлении отдельных прав акционера, в том числе о голосовании на общем собрании акционеров; приобретение ценных бумаг иностранного эмитента, выпущенных в соответствии с иностранным правом и удостоверяющих права на акции российского общества...».

Конечно, эту идею о расширении случаев, когда во внимание должен приниматься реальный, а не формально описанный в законе контроль, можно только поддерживать. Между тем слово «общество» (используемое в приведенном тексте Проекта в скобках) следовало бы заменить на «юридическое лицо», так как акционерное общество может находиться под контролем любого юридического лица, а не только хозяйственного общества.

Следует специально отметить позицию, нашедшую отражение в рассматриваемом п. 36.9 Проекта, согласно которой для целей применения института обязательной оферты должны учитываться не только акции (иные эмиссионные ценные бумаги, выпущенные по законодательству Российской Федерации, включая конвертируемые в акции облигации и опционы эмитента), но и депозитарные ценные бумаги, выпущенные иностранными банками — организаторами соответствующих программ по выпуску депозитарных ценных бумаг (*ADR, ADS, GDR*). Вопрос

этот долгое время не получал однозначного решения на уровне регулятора рынка ценных бумаг, в судебной практике производные ценные бумаги также не были однозначно включены в число инструментов, учитываемых для целей института обязательного предложения. Однако теперь можно надеяться, что разночтения будут устранены, а производные ценные бумаги — уравнены с акциями для целей определения порогов корпоративного контроля.

В указанном пункте также получил подтверждение подход, который в целом и ранее поддерживался практикующими юристами: обязанность по направлению обязательного предложения может быть исполнена любым из аффилированных лиц, соответственно, и при уклонении от направления обязательного предложения требование может быть адресовано любому из аффилированных лиц вне зависимости от величины пакета принадлежащих ему акций, времени их приобретения, имущественного положения и места инкорпорации. Фактически право выбора предоставляется акционеру, желающему наиболее эффективными, как ему это представляется, средствами защитить свои права.

Вызывает вопросы подход, согласно которому в случае направления предложения одним из аффилированных лиц по заниженной (по мнению акционера) цене акционер вправе обратиться в суд с требованием об обязанности выкупить акции по достоверной цене к любому другому аффилированному лицу (абзац второй п. 36.9 Проекта). В этой ситуации гораздо логичнее было бы, если бы акционер предъявлял требование к оференту, направившему предложение, содержащее неадекватную (заниженную), по мнению акционера, цену, а уже аффилированные лица такого оферента, также владеющие ценными бумагами и, возможно, иными активами, на которые можно было бы в перспективе обратить взыскание, привлекались к участию в деле в качестве соответчиков.

### **Порядок ограничения права голоса аффилированных лиц при ненаправлении обязательной оферты**

Вслед за проблемой, касающейся того, кто из группы аффилированных лиц может отвечать по иску акционера, если такие лица уклоняются от направления обязательного предложения, Проект также отвечает на вопрос, как такие лица могут быть поражены в праве голоса по акциям, превышающим соответствующее пороговое значение. Подход в данном случае следующий: в случае ненаправления обязательной оферты право голоса будет ограничиваться у всех аффилированных лиц пропорционально количеству акций, принадлежащих каждому из них, при этом ограниченные в праве голоса акции не будут учитываться для целей определения кворума (п. 36.10. Проекта). Видимо, такое решение можно поддержать как наиболее обоснованное исходя из логики текущего регулирования, поскольку для иных вариантов решения этой проблемы (например, ограничивать в праве голоса акционеров сообразно дате приобретения акций или только одного акционера, скажем с наибольшим пакетом акций) закон оснований не дает.

Следует обратить внимание на проблему, которая может проявиться при применении такого подхода на практике. В случае, когда нельзя обеспечить пропорцио-



нальное ограничение права голоса у всех аффилированных лиц без образования дробных чисел (особенно это актуально для АО со сравнительно небольшим общим количеством акций), целесообразно было бы в большей степени ограничивать в праве голоса аффилированное лицо, владеющее наибольшим пакетом акций, или последнего приобретателя акций, с тем чтобы в сумме получить количество акций, подлежащих исключению из голосования по всем аффилированным лицам свыше соответствующего порогового значения. Это уточнение следовало бы прямо отразить в Проекте, при этом в качестве нормативного обоснования можно привести ссылку на невозможность образования в данном случае дробных акций (п. 3 ст. 25 Закона об АО), что предполагает ограничение прав в сумме со сравнительно большим ущемлением прав как минимум одного лица из нескольких аффилированных лиц.

К сожалению, в Проекте не формулируется, а потому, по сути, не решается проблема, связанная с отсутствием эффективного механизма ограничения права голоса. На практике возникает множество вопросов, связанных с тем, каким образом ограничивать право голоса акционера, не исполнившего обязанность по направлению обязательной оферты, и на какое лицо должна быть возложена обязанность по учету таких ограничений: вроде бы ясно, что делать это должен регистратор (лицо, осуществляющее функции счетной комиссии на общем собрании акционеров), но как именно он может это сделать, особенно если речь идет о группе аффилированных лиц, не раскрытой регистратору? Кого и в какой пропорции он должен ограничивать, по каким процедурным правилам действовать? Четкого ответа на этот вопрос ни законодательство, ни судебная практика не дают.

Видимо, вполне логично возлагать функции по ограничению права голоса на регистратора, так как в соответствии с п. 4 ст. 56 Закона об АО именно он выполняет учетные и организационные функции при проведении общего собрания акционеров, в том числе проверяет полномочия и регистрирует лиц, участвующих в общем собрании, определяет кворум и доводит сведения о нем до всех участвующих в собрании лиц.

Если регистратор будет получать от общества или любого заинтересованного акционера информацию о превышении одним лицом или рядом аффилированных лиц 30-процентного порога (и последующих порогов), он, очевидно, должен не учитывать голоса при голосовании (определении кворума), если обязательная оферта не была направлена в установленном порядке. К сожалению, в настоящее время регистратор занимает крайне пассивную позицию, а потому на деле без судебного акта (решения по существу или определения о принятии обеспечительных мер) либо предписания регулятора отказывается ограничивать приобретателя крупного пакета в праве голоса.

В связи с изложенным в Проекте можно было бы разрешить этот вопрос, имеющий чрезвычайно важное практическое значение, прямо указав, что регистратор (или лицо, осуществляющее функции счетной комиссии) не только вправе, но и обязан в силу требований п. 6 ст. 84.2 и п. 4 ст. 56 Закона об АО ограничивать акционера и его аффилированных лиц в праве голоса в части превышения 30-процентного порога (и последующих порогов), если у него есть достоверные данные,

что такой акционер и его аффилированные лица не направили обязательное предложение в установленном порядке. Возможно, здесь же можно было еще раз напомнить о праве ФСФР России как контролирующего органа выдавать соответствующие предписания регистратору в связи с рассматриваемым институтом на основании общих полномочий, закрепленных за этой Службой в действующем законодательстве.

### **Порядок осуществления права голоса по акциям, превышающим установленный порог, и процедура голосования**

Следующий вопрос заключается в том, как исчислять кворум на общем собрании акционеров и что у кого вычитать в связи с ненаправлением (направлением defective) обязательного предложения. Это наиболее сложный, запутанный вопрос как для регулятора, так и для многих практикующих юристов, причем во многом сложность проистекает из отсутствия единого устоявшегося понимания терминов и понятий. В п. 36.10 Проекта предлагается не учитывать акции, ограниченные в праве голоса на основании п. 6 ст. 84.2 Закона об АО, причем как при определении общего количества голосующих акций, принадлежащих акционерам, принявшим участие в собрании, так и в части общего количества голосующих акций.

Указанную формулировку можно истолковать таким образом, что на число акций, ограниченных в праве голоса, должно уменьшаться общее количество голосующих акций общества. Иными словами, чем больше акций будет приобретено лицом (совместно с его аффилированными лицами) в превышение установленного порога, тем больший фактический корпоративный контроль оно приобретет.

Проиллюстрируем это на простом примере. В ситуации, когда 100 голосующих акций соответствуют 100% уставного капитала общества и лицо, владеющее более чем 31 акцией, увеличивает свой пакет до 55 акций, но не направляет обязательное предложение, 5 акций должны считаться неголосующими.

При этом согласно подходу, изложенному в Проекте, на эти 5 акций будет уменьшаться как общее количество голосующих акций общества, так и количество акций, принадлежащих акционерам, принявшим участие в собрании (собственно кворум). В результате 95 размещенных акций будут составлять 100% голосующих акций общества для целей предстоящего общего собрания (собраний) акционеров, а лицо, которое приобрело 55 акций, будет иметь возможность обеспечить и кворум, и абсолютное большинство от голосов акционеров, принявших участие в собрании, даже несмотря на ограничение в голосе принадлежащих ему 5 акций, так как 50 размещенных акций будут составлять более 50% (52,63%) от 95 голосующих акций.

Если же для целей расчета кворума брать за основу все количество размещенных акций (в данном примере это 100 акций), *то картина будет совсем иная*. Лицо, которое приобрело 55 акций, самостоятельно не сможет обеспечить ни кворум, ни абсолютное большинство голосов от голосов акционеров, принявших участие

в общем собрании (при условии, что в собрании примут участие все остальные акционеры): 50 размещенных акций не составят более 50% от 100 акций. Правда, у такого подхода есть оборотная сторона: в случае приобретения значительного пакета акций и ненаправления обязательного предложения может возникнуть ситуация, когда до направления обязательного предложения кворума для проведения общего собрания акционеров может и не быть вообще (например, когда пакет увеличен с 25 до более 80%, а потому 50% ограничиваются в праве голоса за счет изъятия их из акций при определении кворума; общее собрание акционеров, по крайней мере первоначальное, а не повторное (п. 1 и 3 ст. 58 Закона об АО), в таком обществе не может быть проведено до тех пор, пока не будет направлена оферта). Однако этот риск, видимо, вполне оправданно должен быть возложен на мажоритарного акционера в связи с неисполнением им обязанности по направлению обязательного предложения.

Тем самым при реализации второго подхода, более жесткого в отношении лица, уклоняющегося от направления обязательного предложения, в наибольшей мере будет достигаться цель установленного регулятивного ограничения. Исходя из этого следовало бы изложить в данной части п. 36.10 Проекта следующим образом:

*«Акции, которых касаются ограничения, не считаются голосующими и не учитываются при определении количества голосующих акций, принадлежащих акционерам, принявшим участие в собрании. Однако акции, которых касаются ограничения, не должны уменьшать общее количество голосующих акций общества при определении кворума».*

## **Прекращение права залога в случае выкупа заложенных ценных бумаг**

В п. 36.18 Проекта предлагается, на наш взгляд, радикальное решение проблемы обремененных залогом акций в случае перехода прав на такие акции в порядке выкупа при вытеснении (ст. 84.8 Закона об АО): согласно названному пункту право залога на выкупленные акции прекращается, а залогодержатель приобретает право преимущественного удовлетворения своего требования из суммы причитающейся залогодателю стоимости ценных бумаг, которая перечисляется в депозит нотариуса по местонахождению общества. Несмотря на то, что по общему правилу смена собственника заложенного имущества не прекращает залог (п. 1 ст. 353 ГК РФ), законодатель нигде — ни в ГК РФ, ни в Законе об АО — не указывает на вытеснение как специальное основание прекращения залога. ВАС РФ в данном случае создает не просто новую норму права, а норму, прямо противоречащую одной из конституирующих черт залога (праву следования). Малоубедительна в таком случае и ссылка в Проекте на то, что требование о выкупе ценных бумаг также направляется АО залогодержателю или лицу, в интересах которого установлено обременение, при этом «исходя из цели института принудительного выкупа акций как способа получения полного контроля над обществом право залога на ценные бумаги, выкупленные в порядке статьи 84.8 Закона, прекращается». Такой вывод, на наш взгляд, ни из чего не следует. Направление уведомления о выкупе вовсе не тождественно прекращению залога.

Учитывая, что механизм вытеснения строится на допущении приоритета интересов мажоритария над интересами миноритарных акционеров, полагаем, что в рассматриваемой ситуации справедливо — и более последовательно с точки зрения соблюдения баланса интересов заинтересованных сторон — было бы как раз прямо противоположное решение, предполагающее хоть какую-то защиту интересов миноритариев, а именно сохранение залога. В противном случае принудительное лишение акций и при этом прекращение залога может стать двойным негативным последствием вытеснения для миноритариев, у которых при этом может наступить дефолт по долговым обязательствам, обеспеченным залогом акций. Довод, что миноритарные пакеты на практике не закладываются по кредитам, справедлив только для неликвидных акций. Напротив, «голубые фишки» и прочие «небиржевые», но при этом высоколиквидные акции, по определению не составляющие контрольных (блокирующих) пакетов, в коммерческом обороте весьма часто выступают средством обеспечения по кредитам, особенно кратко- и среднесрочным. Наказывать в таком случае добросовестных заемщиков, причем дважды — лишать и акций, и залога, провоцируя дефолт по обеспечиваемому обязательству, — не только несправедливо, но и экономически неразумно.

Соответственно, в целях соблюдения баланса интересов нам представляется разумным не рассматривать вытеснение миноритарных акционеров как одно из оснований прекращения залога акций, подлежащих выкупу у миноритарных акционеров, при этом мажоритарий либо будет выкупать акции, являющиеся предметом залога, либо до окончания процедуры вытеснения будет обязан урегулировать отношения с залогодержателями (коль скоро мажоритарий обеспокоен получением акций, которые в будущем могут сменить собственника). Таким образом, в данном случае для создания нюансированной и детально проработанной правовой конструкции следовало бы:

- исходить из того, что должны применяться правила о сохранении залога при переходе права на заложенное имущество (п. 1 ст. 353 ГК РФ);
- предусмотреть исключение из правила о распоряжении предметом залога только с согласия залогодержателя (п. 2 ст. 346 ГК РФ) как в отношении первоначального залогодателя (миноритария — в части права на отчуждение), так и последующего залогодателя (мажоритария — по меньшей мере в части осуществления права на голосование по приобретаемым акциям, находящимся в залоге).

### **Согласование процедуры направления обязательной оферты с корпоративными одобрениями и разрешениями государственных органов**

К сожалению, в Проекте не решена чрезвычайно острая проблема, о которой говорят уже не первый год специалисты, на практике сталкивающиеся с институтом обязательного предложения: необходимость получения приобретателем крупного пакета акций корпоративных одобрений (прежде всего как крупной сделки для приобретателя) для дальнейшего приобретения акций на основе обязательного предложения, а также разрешений государственных органов (ФАС России, Банка России, Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации).

Притом что обязанность направить обязательную оферту согласно Закону об АО возникает автоматически после приобретения более 30% акций вне зависимости от того, получено или нет необходимое корпоративное одобрение или разрешение государственного органа, на приобретение собственно акций поглотитель может не получить разрешения. Причем если внутренними корпоративными одобрениями законодатель мог бы пренебречь, то от согласований с государственными органами, причем основанных на дискретном усмотрении соответствующих чиновников, уже сложно отмахнуться, списав это на проблемы самого поглотителя. По сути, законодатель в этом случае возлагает на поглотителя две обязанности (направить обязательную оферту в рамках права гражданского и получить необходимые разрешения по линии публичного права), причем какой-либо субординации или взаимосвязанности между ними не устанавливает. Более того, за неисполнение одной из обязанностей, в том числе по причине противоречия другой, это лицо в отсутствие какой-либо вины может понести как гражданскую, так и административную ответственность.

Вероятно, основную проблему, связанную с согласованием корпоративных и публично-правовых процедур, решить в разъяснении ВАС РФ без внесения соответствующих изменений в закон будет затруднительно. В связи с этим стоит отметить, что ФСФР России уже разработала проект закона<sup>27</sup>, который призван решить обозначенные проблемы, однако перспективы его принятия пока более чем туманны: он даже не внесен еще в Государственную Думу.

Но это не означает, что в Проекте нельзя предложить решение иных проблем, возникающих по причине необходимости получения дополнительных согласований для совершения сделок на основании обязательного предложения, даже до принятия необходимых изменений в закон.

Так, в судебной практике выявлены случаи, когда сделки, заключенные на основании обязательного предложения, затем успешно признаются недействительными мажоритарным акционером по причине отсутствия разрешения государственного органа<sup>28</sup>. При этом ранее наложенные ограничения в праве голоса снимаются, и мажоритарный акционер получает возможность голосовать всем приобретенным

---

<sup>27</sup> Законопроект «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 открытых акционерных обществ)» (с.м.: [http://www.fcsm.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id\\_3=7536&year\\_3=2011&month\\_3=8](http://www.fcsm.ru/ru/legislation/documents/projects/index.php?id_3=7536&year_3=2011&month_3=8)).

<sup>28</sup> Определение ВАС РФ от 15.03.2012 № ВАС-2797/12 по делу № А82-6543/2010-47. Заявитель обратился с требованием о признании решения общего собрания акционеров недействительным, ссылаясь на то, что общее собрание акционеров было проведено в отсутствие кворума в связи с неправомерным учетом голосов приобретателя крупного пакета. Заявитель указывал на то, что только сам факт направления обязательного предложения не может служить основанием для возникновения у приобретателя крупного пакета права на голосование всеми принадлежащими акциями ему и его аффилированным лицам, поскольку оно не исполнено по причине признания судом по другим делам ничтожными сделок купли-продажи акций общества в силу отсутствия согласования Правительственной комиссии по Федеральному закону от 29.04.2008 № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства». Суд не поддержал позицию заявителя, указав, что голосование приобретателя крупного пакета правомерно не было ограничено 30% акций ввиду направления им обязательного предложения обществу со ссылкой на п. 6 ст. 84.2 Закона об АО.

ранее крупным пакетом. Связано это с тем, что ограничение в праве голоса накладывается только до даты направления в общество обязательного предложения и не зависит от исполнения сделок, заключенных на его основе.

В связи с указанной проблемой в Проекте в целях защиты акционеров поглощаемого общества и недопущения манипуляций можно было бы указать, что в случае признания недействительными обязательного предложения или сделок, заключенных на его основе, по причине отсутствия согласования с государственным органом, которое требуется в силу закона, ограничения в праве голоса в отношении акций, превышающих 30-, 50- или 75-процентный порог, должны сохранять силу.

Считаем также необходимым указать в Проекте, что отсутствие корпоративного одобрения не освобождает приобретателя более 30% (50, 75%) акций от обязанности направить обязательное предложение и в последующем исполнить заключенные на его основе сделки.

Даже эти, как может показаться, незначительные корректировки могли бы существенно выравнять баланс интересов между мажоритарием и миноритарными акционерами.

## Отказ от акцепта обязательного предложения

Из Проекта, к большому сожалению, после ряда обсуждений был исключен чрезвычайно важный пункт (п. 17 в прежней редакции<sup>29</sup>), предоставляющий акционерам возможность отказаться от права на акцепт обязательного предложения.

Такая возможность позволит участникам оборота более гибко структурировать сделки и избежать дополнительных издержек. Поскольку вопрос этот вовсе не тривиальный для практиков, полагаем необходимым вернуть в Проект данный пункт. Более того, его следовало бы дополнить указанием на то, что в случае нарушения

---

<sup>29</sup> *Прежнюю редакцию Проекта см.: [http://www.arbitr.ru/\\_upimg/09D3BD3BCC4FC53CB30C90684055E697\\_project.pdf](http://www.arbitr.ru/_upimg/09D3BD3BCC4FC53CB30C90684055E697_project.pdf). Пункт 17 Проекта в прежней редакции гласил: «Арбитражным судам следует учитывать, что лицо, указанное в статье 84.2 Закона об акционерных обществах, вправе заключить с владельцами ценных бумаг акционерное соглашение, в силу которого они обязуются воздерживаться от акцепта обязательного предложения, направленного указанным лицом (статья 32.1 Закона об акционерных обществах). Такое соглашение также может быть заключено с владельцами ценных бумаг до того, как будет направлено обязательное предложение, в том числе до момента наступления обстоятельств, в силу которых лицо, указанное в статье 84.2 Закона об акционерных обществах, приобретает контроль над более 30, 50 или 75 процентов акций открытого общества. Однако в этом случае соглашение должно содержать указание на конкретный срок, в течение которого владельцы ценных бумаг обязуются воздерживаться от акцепта обязательного предложения, если оно будет направлено в будущем. Наличие соответствующего соглашения не лишает владельца ценных бумаг возможности акцептовать обязательное предложение. Однако такой владелец ценных бумаг может быть привлечен к ответственности за нарушение данного соглашения. Кроме того, арбитражным судам следует учитывать, что банковская гарантия, необходимость получения которой предусмотрена пунктом 3 статьи 84.2 Закона об акционерных обществах, должна обеспечивать выплату суммы стоимости всех ценных бумаг, в отношении которых направлено обязательное предложение, независимо от имеющихся соглашений с владельцами таких ценных бумаг об отказе от продажи ценных бумаг по такому предложению».*

акционером обязательства по воздержанию от акцепта обязательного предложения приобретатель крупного пакета вправе независимо от возмещения убытков требовать пресечения соответствующих действий. При этом в любом случае нужно освободить приобретателя крупного пакета от обязанности получать банковскую гарантию на сумму стоимости акций, принадлежащих лицу, которое отказалось от своего права.

В частности, второй и третий абзацы соответствующего разъяснения можно было бы сформулировать следующим образом:

*«Если владелец ценных бумаг, заключивший соответствующее соглашение, в дальнейшем акцептует обязательное предложение, такой владелец ценных бумаг может быть привлечен к ответственности за нарушение данного соглашения, а кроме того, по требованию приобретателя крупного пакета суд может отказать ему в акцепте обязательного предложения.»*

*Кроме того, арбитражным судам следует учитывать, что банковская гарантия, необходимость получения которой предусмотрена пунктом 3 статьи 84.2 Закона об акционерных обществах, должна обеспечивать выплату суммы стоимости всех ценных бумаг, в отношении которых направлено обязательное предложение, за вычетом стоимости тех ценных бумаг, с владельцами которых заключены соглашения об отказе от продажи ценных бумаг по такому предложению».*

В заключение отметим, что представленному Проекту, безусловно, следует дать положительную оценку. Появление подобного рода разъяснений показывает, что ВАС РФ занимается решением чрезвычайно актуальных для практики вопросов, причем даже тех, которые не были (а возможно, и не будут) предметом рассмотрения в арбитражных судах, но тем не менее представляются жизненно важными для практикующих юристов, особенно тех, кто занимается структурированием сделок по передаче корпоративного контроля. В дальнейшем это позволит снизить издержки для бизнеса, избежать неоправданных конфликтов и разгрузить суды.