

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ
СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»
(РАНХиГС)

ПРЕДПРИНТ (НАУЧНЫЙ ДОКЛАД)

«РАЗРАБОТКА ПОДХОДОВ К ФОРМИРОВАНИЮ ИНСТИТУТА ВОЗМЕЩЕНИЯ
УБЫТКОВ ЛИЦАМИ, ВХОДЯЩИМИ В СОСТАВ ОРГАНОВ УПРАВЛЕНИЯ
ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ»

Москва 2020

1. Обоснование института выкупа ценных бумаг ПАО по требованию их владельцев

1.1. В пользу предоставления акционерам права требовать выкупа принадлежащих им ценных бумаг в ситуации, когда лицо (самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами) стало владельцем подавляющей части голосующих акций такого публичного общества выдвигаются следующие аргументы [1].

Во-первых, в ситуации, когда контроль акционера над ПАО приближается к полному, у него может возникнуть соблазн использовать свое доминирующее положение для извлечения частных выгод. Соответствующие действия, совершаемые или инспирируемые контролирующим акционером, могут как выходить за рамки приемлемого с точки зрения корпоративного или иного закона, так и быть в их пределах, но при этом идти в разрез с интересами других акционеров. К противоречащим закону может быть, к примеру, отнесено замещение директорами интересов ПАО интересами группы, к которой принадлежит данное ПАО. В качестве формально легальных, но могущих расходиться с интересами акционерного меньшинства, может рассматриваться изменение стратегии ПАО либо его дивидендной политики в ущерб

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

интересам миноритарных акционеров. Как свидетельствует обширный зарубежный опыт, да и накопленный за почти три десятилетия отечественный опыт, попытки противостоять стремлению контролирующего акционера извлекать частные выгоды из своего положения (*private benefits of control*) [2; 3] путем формирования и совершенствования законодательства о сделках с конфликтом интересов, об обязанностях директоров и т.д. не могут быть признаны в полной мере успешными. Учитывая возможную неэффективность имеющихся средств правовой защиты, целесообразно предоставить миноритарным акционерам, наряду с использованием предоставляемых корпоративным законодательством средств защиты, возможность предъявить свои акции к выкупу контролирующим акционером.

Во-вторых, в ситуации, когда акционер, действуя самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами, аккумулирует в своих руках подавляющую часть голосующих акций ПАО, остальные акционеры могут испытывать трудности с отчуждением принадлежащих им акций вследствие снижения ликвидности рынка акций такого публичного общества. В этой ситуации акционерам либо в принципе не удастся найти того, кто был бы готов приобрести их акции, либо в случае, если такой покупатель будет найден, придется продать свои акции по цене, уступающей «справедливой». Таким образом, право требовать выкупа своих акций, которому корреспондирует соответствующая обязанность контролирующего акционера, может рассматриваться в качестве средства, обеспечивающего акционерам возможность «выйти» из ПАО и при этом получить «справедливую» компенсацию за свои акции.

В-третьих, предоставление акционерам ПАО права требовать выкупа контролирующим акционером принадлежащих им акций может быть аргументировано стремлением снизить давление на акционеров (*pressure to tender*) в ситуации, когда в ПАО поступает добровольное или обязательное предложение. В отсутствие такого права акционер может принять предложение о продаже своих акций из-за опасений, что если акционеры – владельцы большинства

голосующих акций ПАО откажутся на предложение, то этот акционер окажется «запертым»

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

в ПАО с новым контролирующим акционером. Предоставляя миноритарным акционерам это право, законодатель дает им возможность принять решение в отношении поступившего в ПАО публичного предложения на основании оценки выгоды его условий, а не из-за опасений относительно последствий отказа в принятии предложения.

Вместе с тем нельзя не отметить, что миноритарные акционеры, осознавая возможность последующего «выхода» из ПАО путем предъявления контролирующему акционеру требования о приобретении их акций, из стратегических соображений могут воздержаться от отчуждения своих акций на основании добровольного или обязательного предложения. Если акционеры – владельцы значительной части голосующих акций ПАО будут придерживаться такой

логики, то это будет иметь своим следствием возможных срыв попытки осуществить публичное поглощение. Для того чтобы снизить возможный негативный эффект от предоставления миноритарным акционерам права требовать выкупа своих акций, такое право должно быть ограничено определенным сроком. Кроме того, цена выкупа акций не должна превышать цену, по которой акции приобретались на основании добровольного или обязательного предложения, поскольку в этом случае акционеру из-за снижения покупательной способности денег с течением времени выгоднее продать акции на основании публичного предложения, чем предъявлять их к выкупу впоследствии.

В-четвертых, предполагается, что наличие у миноритарных акционеров права предъявить свои акции к выкупу повышает доверие инвесторов на рынке ценных бумаг и снижает стоимость привлекаемого ПАО акционерного капитала вследствие уменьшения рисков, связанных со сменой корпоративного контроля.

Наконец, право миноритарных акционеров требовать от контролирующего акционера приобретения своих акций рассматривается в качестве своеобразного противовеса предоставляемому контролирующему акционеру праву на принудительный выкуп акций у их владельцев.

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

1.2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» предоставляет рассматриваемое право также владельцам эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции ПАО. В этом случае аргументы, обосновывающие наделение владельцев этих ценных бумаг правом требовать их выкупа контролирующим акционером, представляется менее убедительным. В качестве непосредственно относящихся к выкупу эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции ПАО, может быть отнесен только один из ранее рассмотренных аргументов, а именно: аргумент о справедливости предоставления владельцам ценных бумаг права, являющегося «зеркальным» по отношению к праву контролирующего акционера ПАО произвести принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев. Аргумент о сниже-

нии ликвидности рынка ценных бумаг соответствующего вида актуален только в том случае, если на основании публичного предложения была приобретена хотя бы часть таких ценных бумаг (к примеру, на основании обязательного предложения была приобретена часть конвертируемых облигаций ПАО). Что касается других аргументов, то их следует считать гипотетически актуальными до конвертации в голосующие акции ПАО (хотя и тогда они являются, строго говоря, условными – как, например, аргумент о злоупотреблении контролирующим акционером ПАО своим доминирующим положением).

1.3. Что касается аргументов против предоставления миноритарным акционерам права требовать выкупа принадлежащих им акций, нельзя не отметить, что помимо рисков, связанных с тем, что адресаты публичного предложения выберут стратегию воздержания от акцепта публичного предложения, предоставление такого права сопряжено с необходимостью для контролирующего акционера нести дополнительные расходы (в том числе связанные с привлечением банковской гарантии). В целом стремление предоставить миноритарным акционерам дополнительные правовые средства защиты их интересов может обернуться удорожанием публичного поглощения и общим снижением активности на рынке корпоративного контроля.

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

Этот контраргумент актуален и в отношении права владельцев эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции ПАО, требовать их выкупа контролирующим акционером.

2. Сравнение с иными институтами корпоративного права

2.1. Рассматриваемый институт обнаруживает сходство с институтом выкупа обществом акций по требованию их владельцев (ст. 75 – 76 Федерального закона «Об акционерных обществах»¹). Это сходство состоит в том, что

¹ Далее - **Федерального закона «Об акционерных обществах».**

триггером для возникновения права в обоих контекстах являются существенные изменения в акционерном обществе. В качестве общего для этих институтов корпоративного права может также рассматриваться вероятностный характер нарушения интересов владельцев ценных бумаг. Так, для возникновения у акционера права требовать выкупа принадлежащих ему акций необходимо и достаточно двух юридических фактов, а именно: вступление в силу решения общего собрания акционеров по одному из вопросов-триггеров, а также протестное голосование акционера либо его неучастие в голосовании. Наличие иных юридических фактов, помимо перечисленных – в том числе совершение обществом действий во исполнение решения, принятого общим собранием акционеров, не требуется для возникновения у акционеров, голосовавших против или не участвовавших в голосовании, права требовать выкупа обществом своих акций. Таким образом, можно говорить только о вероятности нарушения прав и интересов акционеров в результате реализации корпоративного решения, за которым могут не последовать соответствующие действия (к примеру, сорвется сделка, которую общество планировало совершить и на совершение которой вследствие ее соответствия критериям крупной сделки ранее было получено согласие общего собрания акционеров). Аналогичная по сути ситуация

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

возникает в случае приобретения лицом (самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами) подавляющего большинства голосующих акций ПАО. Как было показано выше, существенное усиление одного из акционеров или группы акционеров может представлять угрозу для остальных акционеров, а также владельцев ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции ПАО. Таким образом, одна только угроза нарушения прав и интересов владельцев ценных бумаг дает им право требовать выкупа своих ценных бумаг контролирующим акционером.

Различия между этими институтами заключаются в следующем. Во-первых, требовать выкупа своих акций могут как акционеры публичных, так и непубличных обществ. Право требовать выкупа своих ценных бумаг контролирующим акционером имеется только у владель-

цев ценных бумаг ПАО (исключение составляют те непубличные АО, которые по состоянию на 01.09.2014 были открытыми акционерными обществами и которые не дополнили свой устав положением, освобождающим их от соблюдения правил, предусмотренных гл. XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах»²). Во-вторых, в случае выкупа акций обществом по требованию их владельцев эти изменения связаны с принятием общим собранием акционеров общества решений по определенному кругу вопросов (п. 1 ст. 75 Федерального закона «Об акционерных обществах»). Юридическим фактом, влекущим возникновение у владельцев ценных бумаг права требовать их выкупа, является приобретение лицом (самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами) более 95% голосующих акций ПАО на основании публичного предложения. Во-третьих, разделительную линию между этими институтами можно провести и по тому, кто обязан провести выкуп ценных бумаг. Выкупающим субъектом при принятии общим собранием акционеров решения по соответствующему вопросу является общество; в другой ситуации обязанность осуществить выкуп ценных бумаг у их владельцев лежит на лице, ставшем владельцем более 95% голосующих акций ПАО. В-четвертых, при принятии общим собранием акционеров решения по одному из вопро-

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

сов – пригласить право требовать выкупа своих акций принадлежит только акционерам, а точнее - только тем акционерам, которые голосовали против решения по соответствующему вопросу либо не принимали участия в голосовании по этому вопросу (хотя такое право у них было). Право, предусмотренное ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах», предоставляется всем оставшимся акционерам – владельцам голосующих акций ПАО, а также владельцам ценных бумаг, конвертируемых в такие акции ПАО.

² См. п. 8 ст. 27 Федеральным законом от 29.07.2015 № 210-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации». Собрание законодательства Российской Федерации от 06.07.2015. № 27 ст. 4001.

2.2. Рассматриваемый институт следует отграничить от института обязательного предложения. Общим для них является направленность на защиту владельцев ценных бумаг в ситуации появления контролирующего акционера в ПАО либо перехода контроля над ПАО к новому лицу. Различаются эти средства правовой защиты с точки зрения последствия неисполнения контролирующим акционером соответствующей обязанности. Обязательное предложение определяется как публичная оферта, которая направляется владельцам ценных бумаг. Последние вправе акцептовать поступившую в их адрес оферту, однако они не вправе требовать от контролирующего акционера, не направившего обязательное предложение, исполнения своей обязанности. Как будет обосновано ниже, уведомление, направляемое контролирующим акционером владельцам ценных бумаг в соответствии со ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах», выполняет исключительно информационную функцию. Офертой следует считать требование владельцев ценных бумаг о выкупе принадлежащих им ценных бумаг. Тот факт, что владельцам ценных бумаг предоставляется право требовать их выкупа, может быть объяснено существенным возрастанием угрозы их правам и интересам по сравнению с ситуацией, когда контролирующим акционером не исполняется обязанность направлять обязательное предложение.

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

2.3. Этот институт обнаруживает известное сходство с институтом принудительного выкупа ценных бумаг у их владельцев: условия, при которых возникают оба права частично совпадают. Таковыми условиями является преодоление 95% порогового значения, а также условие о том, что такое превышение должно состояться на основании добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг ПАО, указанных п. 1 ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах». В целях обеспечения интересов владельцев ценных бумаг, выкупаемых помимо их воли, а именно: их интереса в получении «справедливой» компенсации за свои акции, эти условия дополнены требованием о приобретении на основании публичного предложения не менее 10% общего количества голосующих акций ПАО. Принципиальное от-

личие этих институтов состоит в том, чьи интересы они обслуживают: рассматриваемый институт нацелен на защиту интересов владельцев ценных бумаг в ситуации существенного нарастания корпоративного контроля; «зеркальный» институт принудительного выкупа ценных бумаг у их владельцев обеспечивает интересы акционера, ставшего владельцем подавляющей части голосующих акций ПАО.

2.4. Институт выкупа ценных бумаг по требованию их владельцев нуждается в отграничении от известного корпоративному законодательству многих государств общего права институту, призванного защитить участников компании от несправедливого ущемления их интересов (*unfair prejudice*). Рассмотрим этот институт на примере корпоративного законодательства и судебной практики Великобритании. Согласно п. 1 ст. 994 Закона Великобритании о компаниях 2006 г. любой участник компании вправе обратиться в суд в случае, (1) если управление делами компании осуществляется таким образом, что это ущемляет интересы всех или некоторых участников этой компании; или (2) если осуществленное или предполагаемое действие (бездействие) компании может быть рассмотрено в качестве ущемляемого интересов всех или некоторых участников компании. В случае установления факта несправедливого

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

ущемления интересов участника компании суду предоставляется широкая дискреция в части определения подлежащего применению средства правовой защиты. Наиболее часто суды возлагают на участников или (реже) на компанию обязанность произвести выкуп акций участника, чьи интересы были несправедливо ущемлены, по цене, определенной судом. Таким образом, участник компании, к примеру повинный в отстранении другого участника от участия в управлении компании в нарушении достигнутых ранее договоренностей, может быть обязан по решению суда выкупить акции участника, чьи интересы были нарушены.

Вместе с тем между институтом выкупа ценных бумаг по требованию их владельцев в контексте публичного предложения имеются значительные расхождения. Во-первых, право требовать выкупа своих акций принадлежит только акционерам, а также владельцам иных

ценных бумаг ПАО (исключение составляют те непубличные АО, которые по состоянию на 01.09.2014 были открытыми акционерными обществами и которые не дополнили свой устав положением, освобождающим их от соблюдения правил, предусмотренных гл. XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах»). Средство защиты, предусмотренное на случай несправедливого ущемления интересов участника компании, применяется в подавляющем большинстве случаев в частных компаниях, а вернее – в таких непубличных компаниях, которые являются квазитовариществами. Во-вторых, ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» предоставляет владельцам ценных бумаг защититься от угрозы нарушения своих прав и интересов путем предъявления своих ценных бумаг к выкупу контролирующим акционером. Средство защиты, предоставляемая участникам компаний стран общего права, направлено в большинстве случаев на защиту от уже имевшего место ущемления интересов участников компании. В-третьих, выкуп акций у их владельцев, чьи интересы были необоснованно ущемлены, производится по решению суда. Право владельцев ценных бумаг требовать их выкупа контролирующим акционером возникает при наступлении указанных в ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» юридических фактов, и только если контроли-

Register for free at <https://www.scipedia.com> to download the version without the watermark

рующий акционер уклоняется от исполнения от выкупа ценных бумаг по требованию их владельцев, последние вправе требовать выкупа ценных бумаг в судебном порядке.

3. Субъекты отношений, связанных с выкупом ценных бумаг ПАО по требованию их владельцев

3.1. Акционер, обязанный выкупить ценные бумаги ПАО по требованию их владельцев

Содержание ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» позволяет говорить о наличии двух самостоятельных обязанностей³.

³ Более подробно об этом см. ниже.

Во-первых, владельцам ценных бумаг должно быть направлено уведомление о наличии у них права требовать их выкупа. Эта обязанность возлагается на лицо, самостоятельно ставшее владельцем более 95% голосующих акций ПАО, а также на каждое из аффилированных лиц, если соответствующая доля голосующих акций принадлежит группе аффилированных лиц. В последнем случае исполнение любым из аффилированных лиц обязанности по направлению уведомления о наличии права требовать выкупа ценных бумаг пресекает такую обязанность у всех других аффилированных лиц.

Во-вторых, эта обязанность произвести выкуп ценных бумаг по требованию их владельцев. В случае единоличного приобретения лицом более 95% голосующих акций ПАО ситуация представляется очевидной: обязанным провести выкуп ценных бумаг у их владельцев является такой акционер (как в ситуации, когда он направлял уведомление, так и в ситуации, когда он не исполнил обязанность по направлению уведомления). Несколько более сложной является ситуация, при которой корпоративный контроль над ПАО является коллективным. Рассмотрим две ситуации. Предположим, что одним из аффилированных лиц было направлено уведомление о наличии у владельцев ценных бумаг права требовать их выкупа. Должно ли требование владельца о выкупе принадлежащих ему ценных бумаг быть направлено тому из аффилированных лиц, которое ранее исполнило обязанность по направлению уведомления, или такое требование может быть адресовано любому из аффилированных лиц, совместно владеющих более 95% голосующих акций ПАО? Как будет показано ниже, функция уведомления исключительно информационная. Соответственно требование может быть направлено любому из аффилированных лиц. Рассмотрим другую ситуацию. Обязанность направить уведомление не была исполнена. В этом случае владельцы ценных бумаг вправе, несмотря на отсутствие уведомления от контролирующего акционера, предъявить свои ценные бумаги к выкупу. Представляется, что это требование может быть адресовано любому из аффилированных лиц, совместно владеющих соответствующей долей голосующих акций ПАО.

3.2. Владельцы ценных бумаг, имеющих право требовать их выкупа

Во-первых, право требовать выкупа своих ценных бумаг контролирующим акционером ПАО принадлежит владельцам обыкновенных акций (в том числе если такие акции являются «ситуативно не голосующими»). Во-вторых, этим правом могут воспользоваться владельцы привилегированных акций, предоставляющих право голоса в соответствии с п. 5 ст. 32 Федерального закона «Об акционерных обществах». Очевидно, что это право принадлежит владельцам привилегированных акций с определенным в уставе размером дивиденда, которые предоставляли своим владельцам право голоса в соответствии с п. 5 ст. 32 Федерального закона «Об акционерных обществах» на дату возникновения обязанности контролирующего акционера произвести выкуп ценных бумаг по требованию их владельцев. Но должно ли это право предоставляться владельцам привилегированных акций, ставших голосующими после возникновения обязанности контролирующего акционера? Представляется, что на этот вопрос следует ответить утвердительно⁴ при условии, что привилегированные акции этого типа станут голосующими в течение срока, установленного для направления владельцами ценных бумаг требования об их выкупе. Лишение владельцев «неголосующих» привилегированных акций этого типа права предъявить их к выкупу в принципе представляется спорным с политико-правовой точки зрения. Учитывая это, если такие привилегированные акции становятся голосующими в течение срока, отведенного законом для реализации права на выкуп, то у их владельцев, сталкивающихся с теми же рисками, что и владельцы привилегированных акций с определенным в уставе размером дивиденда, ставших голосующими до возникновения права требовать их выкупа, должна быть возможность предъявить свои привилегированные акции к

⁴ С той оговоркой, что прирост числа голосующих акций ПАО не должен повлечь за собой снижение количества голосующих акций ПАО, принадлежащих контролирующему акционеру, ниже установленной пороговой отметки, поскольку в этом случае в принципе отпадает обязанность контролирующего акционера направить уведомление и выкупить ценные бумаги по требованию их владельцев.

выкупу. Наконец, обратиться с требованием о выкупе своих ценных бумаг могут также владельцы эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции ПАО (к примеру, владельцам конвертируемых облигаций).

К выкупу не могут быть предъявлены привилегированные акции с определенным в уставе ПАО размером дивиденда, не предоставляющие право голоса в соответствии с п. 5 ст. 32 Федерального закона «Об акционерных обществах» или в иных случаях (к примеру, в случае включения в повестку дня общего собрания акционеров таких вопросов, как реорганизация или ликвидация ПАО)⁵; привилегированные акции иных типов; а также эмиссионные ценные бумаги ПАО, конвертируемые не в обыкновенные акции или привилегированные акции с определенным в уставе ПАО размером дивиденда или не являющиеся конвертируемыми в принципе.

4. Юридические характеристики института

4.1. Право владельцев ценных бумаг ПАО требовать их выкупа возникает при наличии следующих условий.

Во-вторых, в результате приобретения лицом, направившим публичное предложение, голосующих акций ПАО у их владельцев должно состояться превышение 95-процентного порогового значения, исчисляемого исходя из общего количества голосующих акций ПАО⁶.

⁵ При условии, что привилегированные акции с определенным в уставе ПАО размером дивиденда не станут голосующими в течение срока, установленного для направления владельцами ценных бумаг требования об их выкупе.

⁶ См., например, постановление ФАС Волго-Вятского округа от 30.08.2010 по делу № А43-4963/2010 (в удовлетворении требования о выкупе акций на основании ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» отказано, поскольку ответчик совместно со своими аффилированными лицами владела голосующими акциями ПАО в количестве, составляющем менее 95% голосующих акций ОАО); см. также постановление Арбитражного суда Поволжского округа от 17.03.2016 № Ф06-20254/2013 по делу № А12-8407/2014.

Во-вторых, это право возникает в контексте публичного поглощения. Это означает, что приобретение голосующих акций ПАО в количестве сверх 95-процентного порогового значения должно быть осуществлено на основании добровольного предложения (причем не любого, а такого, которое содержит предложение приобрести все ценные бумаги, указанные в п. 1 ст. 84.1 Федерального закона «Об акционерных обществах»)⁷. Соответственно, если лицо, самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами, увеличили свою долю в уставном капитале ПАО иным образом (к примеру, в результате приобретения крупного пакета голосующих акций ПАО на основании единичной или группы взаимосвязанных сделок, совершаемых вне контекста публичного предложения), то у владельцев ценных бумаг ПАО не возникает права требовать их выкупа. Основание требовать выкупа своих ценных бумаг отсутствует у их владельцев и в той ситуации, когда в истории наращивания контролирующим акционером своей доли в уставном капитале ПАО имело место публичное предложение, однако пересечение 95-процентного порогового значения произошло не в результате приобретения

⁷ См., например, постановление Арбитражного суда Северо-Кавказского округа от 31.08.2016 № Ф08-5514/2016 по делу № А53-4834/2016 (у владельцев ценных бумаг не возникло право требовать их выкупа, поскольку крупный пакет голосующих акций был приобретен в порядке наследования, а не на основании публичного предложения). Следует также отметить, что в судебной практике была сформирована позиция, согласно которой приобретение голосующих акций ПАО в количестве, превышающем 95% голосующих акций ПАО, должно быть осуществлено лицом у лиц, с ним не аффилированных (см., например, Определение Верховного Суда РФ от 19.05.2017 № 310-КГ16-21091 по делу № А48-7180/2015: «... если лицо до момента направления добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг владело совместно с аффилированными лицами более 95% общего количества голосующих акций, у такого лица в результате направления добровольного предложения *не возникает обязанность по направлению уведомления о праве требовать выкупа эмиссионных ценных бумаг в соответствии со статьей 84.7 Закона об акционерных обществах* (курсив мой. – Д.К.), а также право требовать выкупа ценных бумаг в соответствии со статьей 84.8 названного Закона.»; см. также постановление Арбитражного суда Дальневосточного округа от 30.08.2019 № Ф03-3487/2019 по делу № А51-23791/2018).

голосующих акций ПАО на основании добровольного предложения соответствующего вида или обязательного предложения, а иным образом (к примеру, в порядке наследования).

Стоит отметить, что законодательство отдельных государств – членов ЕС предусматривает это право и вне контекста публичного предложения. К примеру, корпоративное законодательство Венгрии предусматривает, что если участник частной компании с ограниченной ответственностью станет владельцем (прямо или косвенно) 75 или более процентов прав голоса в этой компании, то по требованию других участников он обязан выкупить их доли участия в уставном капитале компании по рыночной цене на дату предъявления такого требования [4]. Право требовать выкупа своих акций вне контекста публичного поглощения предоставляет своим владельцам также корпоративное законодательство Ирландии, Португалии и Финляндии, при этом рассматриваемое право идет в паре с правом на принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев, не увязанным с публичным поглощением [8].

Для возникновения этого права, в отличие от права, предусмотренного ст. 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах», не требуется, чтобы на основании публичного предложения было приобретено не менее 10% общего количества акций ПАО, указанных в п. 1 ст. 84.1 Федерального закона «Об акционерных обществах». Таким образом, вероятность возникновения этого права выше, чем права контролирующего акционера осуществить принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев. Это свидетельствует о том, что законодатель, осознавая очевидный дисбаланс возможностей участников корпоративных отношений, а также появление новых рисков в ситуации, когда контроль одного из акционеров или группы акционеров над ПАО приближаются к полному, в качестве своего рода компенсации облегчает появление права владельцев ценных бумаг требовать их выкупа контролирующим акционером.

4.2. При наступлении условий, рассмотренных в предыдущем параграфе, у владельцев ценных бумаг возникает право требовать их выкупа. При этом возможность реализации этого права поставлено под условие.

Во-первых, до истечения 35-дневного срока, исчисляемого с даты приобретения контролирующим акционером с даты приобретения соответствующей доли ценных бумаг, условием реализации этого права является направление владельцам ценных бумаг уведомления о наличии у них права требовать выкупа своих ценных бумаг. Другими словами, до истечения 35-дневного срока владелец ценных бумаг может требовать их выкупа контролирующим акционером только в ответ на получение уведомления о наличии у него такого права. Это законодательное решение можно объяснить следующими соображениями: в уведомлении содержится информация об условиях, на которых предполагается осуществить выкуп ценных бумаг у их владельцев, среди которых наиболее важным является условие о цене выкупаемых ценных бумаг или о порядке ее определения. Во избежание ситуации, при которой ценные бумаги будут предъявляться их владельцами к выкупу по разным ценам, законодатель счел необходимым ввести этот срок, в течение которого самостоятельное (то есть не в порядке реакции не поступившее от контролирующего акционера уведомление) не допускается.

Во-вторых, по истечении 35-дневного срока владельцы ценных бумаг, не получившие уведомление от контролирующего акционера, вправе требовать их выкупа. Таким образом, в качестве условия реализации этого права может рассматриваться также неисполнение контролирующим акционером обязанности направить уведомление в пределах указанного срока.

4.3. Помимо возникновения права, наступление условий, перечисленных в пункте 4.1., влечет возникновения обязанности лица, самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами ставшего владельцем соответствующей доли голосующих акций ПАО, выкупить ценные бумаги у их владельцев при условии предъявления последними такого требования. Кроме того, наступление этих условий влечет возложение на контролирующего акцио-

нера обязанности направить владельцам ценных бумаг уведомление о наличии у них права требовать выкупа своих акций.

4.5. Добровольное и обязательное предложение определяются через понятие публичная оферта. Есть ли основания для рассмотрения уведомления, подлежащего направлению владельцам ценных бумаг в качестве публичной оферты? Согласно п. 2 ст. 437 Гражданского кодекса РФ публичной признается оферта, содержащее все существенные условия договора предложение, из которого усматривается воля лица, делающего предложение, заключить договор на указанных в предложении условиях с любым, кто отзовется. Уведомление не отвечает обоим признакам публичной оферты: в нем не содержатся существенные для договора купли-продажи ценных бумаг условия, и из уведомления не вытекает намерение лица, его направляющего, заключить договор с любым отозвавшимся на это предложение владельцем ценных бумаг.

Отсутствуют основания для рассмотрения уведомления в качестве приглашения делать оферты. Под приглашением делать оферты понимается реклама и иные предложения. Участники гражданского оборота могут распространять подобные предложения с целью побудить их адресатов обращаться с предложением о заключении договора. Когда контролирующий акционер уведомляет владельцев ценных бумаг о наличии у них права требовать выкупа принадлежащих им акций, он исполняет требования Федерального закона «Об акционерных обществах», а не стремится побудить акционеров обратиться к нему с предложениями о выкупе своих акций. Кроме того, особенностью рекламных и аналогичных предложений является то, что адресуются неопределенному кругу лиц, тогда как круг лиц, которым должно быть направлено уведомление, вполне определен: это владельцы ценных бумаг, указанных в п. 1 ст. 84.2 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Функция уведомления, подлежащего направлению в соответствии со ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах», является исключительно информационная: до-

вести необходимую информацию, в том числе о цене выкупаемых ценных бумаг, до сведения их владельцев. С точки зрения функции, выполняемой уведомлением, а также принимая во внимание известное сходство, которое рассматриваемый институт обнаруживает с институтом выкупа акций по требованию их владельцев в случае принятия общим собранием акционеров решений по определенным вопросам, входящим в компетенцию общего собрания акционеров, функция уведомления аналогична функции сообщения, которое подлежит направлению акционерам при подготовке к проведению общего собрания акционеров, повестка дня которого содержит соответствующий вопрос-триггер.

4.6. Владельцы ценных бумаг, указанных в п. 1 ст. 84.2 Федерального закона «Об акционерных обществах» вправе требовать их выкупа контролирующим акционером, причем независимо от того, была ли им исполнена обязанность по направлению уведомления или нет (хотя в последнем случае это может быть сделано не ранее истечения 35-дневного срока). Свое право владельцы ценных бумаг могут реализовать путем направления требования контролируемому акционеру, которое может быть квалифицировано в качестве оферты. В требовании владельца о выкупе принадлежащих ему ценных бумаг должны быть указаны вид, категория (тип) и количество ценных бумаг, предъявляемых к выкупу⁸.

4.6.1. Исходя из общих правил, определяющих момент заключения договора (ст. 433 Гражданского кодекса РФ), договор купли-продажи ценных бумаг, предъявленных их владельцем к выкупу, можно считать заключенным не раньше получения контролирующим лицом требования владельца ценных бумаг (которое, как отмечалось выше, следует рассматривать в качестве оферты). До этого момента договор юридически еще не существует. Учитывая это, не вполне ясным является предусмотренное абз. 2 п. 4 ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» указание приобщить к требованию владельца ценных бумаг о выкупе принадлежащих ему ценных бумаг документы, подтверждающие списание выкупаемых

⁸ По вопросу цены выкупа см. параграф «Цена выкупаемых ценных бумаг».

ценных бумаг с лицевого счета (счета депо) владельца ценных бумаг для последующего зачисления их на лицевой счет (счет депо). Действия владельцев ценных бумаг по их распоряжению есть действия, составляющие исполнение договора купли-продажи ценных бумаг. Таким образом, складывается ситуация, при которой учинение исполнения осуществляется до появления договора. Вместе с тем возможен и другой взгляд на эту ситуацию, позволяющий примирить предлагаемую законом конструкцию с каноническими представлениями о заключении и исполнении договора: требование вкупе с действиями владельца ценных бумаг по их распоряжению может рассматриваться в качестве оферты, состоящей из собственно оферты (должным образом оформленного письменного документа) и конклюдентных действия со стороны владельца ценных бумаг. Контролирующий акционер, получив требования о выкупе ценных бумаг и документы, которые должны к нему прилагаться, акцептует оферту также путем совершения конклюдентных действий, а именно: производит оплату предъявленных к выкупу ценных бумаг.

4.6.2. Заключение договора купли – продажи ценных бумаг, предъявленных их владельцами к выкупу, являются для контролирующего акционера обязательным. Согласно п. 1 ст. 445 Гражданского кодекса РФ у стороны, для которой заключение договора является обязательным, есть следующие варианты действий после получения от другой стороны оферты: направить извещение об акцепте либо об акцепте оферты на иных условиях. В последнем случае оферент, получивший встречную оферту, вправе передать спор по поводу условий договора на рассмотрение суда. Ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» допускает только возможность акцепта поступившей от владельца ценных бумаг требования, которое, как было показано выше, предоставляет собой оферту. Контролирующий акционер не вправе направить владельцам ценных бумаг встречную оферту. Является ли такой подход обоснованным? В уведомлении, направляемом владельцам ценных бумаг, должна быть указана цена, по которой предлагается осуществить выкуп ценных бумаг. Если контролирующий

акционер указал соответствующую цену в уведомлении, то его попытки после получения требований от владельцев ценных бумаг предложить иную цену очевидно бы вступали в противоречие с его предшествующими действиями по определению и доведению до сведения владельцев ценных бумаг информации о выкупной цене. Иные условия договора купли-продажи ценных бумаг предписаны законом, в частности порядок исполнения владельцами ценных бумаг обязательства передать их контролирующему акционеру, а также срок, в течение которого контролирующим акционером должна быть произведена оплата ценных бумаг, предъявленных их владельцами к выкупу.

Более сложной представляется ситуация, когда контролирующим акционером не была исполнена обязанность направить уведомление. По истечении 35-дневного срока, установленного для исполнения контролирующим акционером обязанности направить уведомление владельцам ценных бумаг, последние вправе предъявить свои ценные бумаги к выкупу, при этом в требовании может быть указана выкупная цена. П. 5 ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» предписывает контролирующему акционеру произвести оплату ценных бумаг в течение 15 дней с даты получения требования владельца ценных бумаг и документов, подтверждающих списание выкупаемых ценных бумаг с лицевого счета (счета депо) владельца ценных бумаг. Это положение можно толковать таким образом, что единственное, что может и должен сделать контролирующий акционер, - это акцептовать требование – оферту путем совершения конклюдентных действий по их оплате. Лишение контролирующего акционера возможности направить встречную оферту с последующим возможным рассмотрением спора о цене в судебном порядке может рассматриваться как своего рода санкция за неисполнение контролирующим акционером обязанности направить уведомление владельцам ценных бумаг. Если это предположение верно, не может не возникнуть вопрос: является ли это нарушение столь существенным для сужения круга опций, доступных контролирующему акционеру, до одной, особенно учитывая, что в данном случае на другой стороне весов находится

ся один из фундаментальных принципов гражданского права, как принцип недопустимости неосновательного обогащения. Полагаем, что несмотря на неисполнение контролирующим акционером обязанности направить уведомление владельцам ценных бумаг, а также несмотря на умолчание в ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» о наличии у него права направить владельцам ценных бумаг встречную оферту, эта опция доступна контролирующему акционеру.

5. Пороговое значение

5.1. Пороговое значение установлено на отметке в 95% общего количества голосующих акций ПАО.

5.1.1. При установлении порогового значения, при превышении которого у владельцев ценных бумаг возникает право требовать их выкупа, принимается во внимание следующее. Во-первых, это необходимость обеспечить должный уровень защиты интересов владельцев ценных бумаг в ситуации, когда влияние акционера или группы акционеров, действующих согласованно, существенно нарастает, приближаясь к полному. Чем выше это пороговое значение, тем меньше вероятность достижения лицом этого порогового значения и соответственно меньше вероятность получения владельцами ценных бумаг возможности защитить свои интересы. Во-вторых, как отмечалось выше, это право рассматривается как антитеза праву, дающему контролирующему акционеру возможность приобрести ценные бумаги у их владельцев помимо их воли. Это аргумент в пользу установления порогового значения на той же отметке, что и пороговое значение для права контролирующего акционера требовать выкупа ценных бумаг у их владельцев. Наконец, необходимо учитывать «размер шага» между пороговыми значениями, предусмотренными гл. XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах»: он составляет 20% между первым и вторым порогами; 25% между вторым и третьим порогами. Соответственно пороговое значение, превышение которого влечет возникновение у вла-

дельцев ценных бумаг права требовать их выкупа, должно отставать от третьего порога на 20% или 25%, т.е. находиться на отметке в 90% или 95% общего количества голосующих акций ПАО.

5.1.2. Директива ЕС о публичных поглощениях⁹ не дает ясного ответа на вопрос о том, должны ли пороговые значения для целей применения права выкупа ценных бумаг по требованию их владельцев и права принудительного выкупа ценных бумаг у их владельцев быть идентичными. Согласно ст. 16 этой Директивы ЕС после публичного предложения у владельцев ценных бумаг должно быть право потребовать выкупа принадлежащих им ценных бумаг «на условиях, предусмотренных ст. 15.2» Директивы ЕС. Кроме того, п. 3 этой статьи предусмотрено, что пп. 3-5 ст. 15 Директивы ЕС «подлежат применению *mutatis mutandis*». Статья 16 Директивы ЕС о публичных поглощениях может толковаться двояко: ее можно интерпретировать как означающую, что пороговые значения для обоих видов прав должны быть одинаковыми; однако возможно и другое толкование: пороговое значение для права владельцев ценных бумаг требовать их выкупа должно находиться в диапазоне, установленного ст. 15 Директивы ЕС (т.е. от 90% до 95%), при этом пороговые значения для права владельцев ценных бумаг требовать их выкупа и права на принудительный выкуп ценных бумаг могут не совпадать.

Из-за этой неопределенности часть государств – участников ЕС закрепила в национальном законодательстве идентичные пороговые значения, тогда как другие государства, в численном отношении существенно уступающие государствам первой группы, пошли по пути установления различных пороговых значений¹⁰.

⁹ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids. Official Journal of the European Union 142. 30 April 2004. P. 12–23.

¹⁰ Несовпадение пороговых значений этих двух прав среди государств – участников ЕС знакомо только законодательству Люксембурга и Румынии. При этом в Люксембурге пороговое значение для права владельцев ценных

5.1.3. Своеобразный подход к определению порогового значения закреплен в итальянском законодательстве о публичных поглощениях. По общему правилу, пороговое значение, при превышении которого у владельцев ценных бумаг возникает право требовать их выкупа, установлено на отметке в 95%. Однако в том случае если рынок ценных бумаг компании, которые подлежат выкупу, становится малоликвидным и при условии, что ликвидность не будет восстановлена в течение 90 дней, пороговое значение понижается до 90%. Заимствование этого правила представляется нецелесообразным из-за сложностей, связанных с определением уровня ликвидности, и обусловленных этим неопределенностью относительно наличия у владельцев ценных бумаг права требовать их выкупа.

5.2. При определении того, было ли превышено пороговое значение, учитываются голосующие акции ПАО, а именно: обыкновенные акции и привилегированные акции, предоставляющие право голоса в соответствии с п. 5 ст. 32 Федерального закона «Об акционерных обществах». К примеру, ПАО было размещено 90 обыкновенных акций, 5 привилегированных акций с определенным в уставе размером дивиденда и 5 привилегированных акций с определенным в уставе размером ликвидационной квоты. На общем собрании акционеров ПАО не было принято решение о выплате дивидендов по привилегированным акциям с определенным в уставе размером дивиденда. Как отмечалось выше, для целей ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» учитываются только голосующие акции ПАО. Чтобы у владельцев ценных бумаг возникло право требовать их выкупа, на основании публичного предложения должно быть приобретено более 95% обыкновенных акций и привилегированных ак-

бумаг требовать их выкупа установлено на отметке в 90%, пороговое значение для права на принудительный выкуп ценных бумаг – на отметке в 95%. В Румынии – обратная ситуация. Подход, выбранный люксембургским законодателем, представляется более разумным вследствие его направленности на обеспечение большей защиты владельцев ценных бумаг в ситуации, когда компания становится объектом поглощения.

ций, предоставляющих своим владельцам право голоса (т.е. не менее 91 из 95 голосующих акций ПАО).

5.3. Европейскому законодательству о публичных поглощениях известны два подхода к определению того, при каких условия у лица, преодолевшего соответствующее пороговое значение, возникает право осуществить принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев и противоположное ему право владельцев ценных бумаг требовать их выкупа контролирующим акционером. Согласно п. 2 ст. 15 Директивы ЕС о публичных поглощениях после направления публичного предложения, адресованного всем владельцам ценных бумаг, оференту должно быть предоставлено право потребовать от остальных владельцев ценных бумаг продажи принадлежащих им ценных бумаг по справедливой цене. Это право предоставляется оференту в одной из следующих ситуаций: 1) оферент владеет ценными бумагами, составляющими не менее 90% капитала с правом голоса и представляющими не менее 90% прав голоса в компании-цели (Вариант 1); или 2) в результате акцепта оферты оферент приобрел или заключил соглашение о приобретении ценных бумаг, составляющих не менее 90% капитала компании с правом голоса и предоставляющих не менее 90% прав голоса, указанных в оференте (Вариант 2). Эти правила применяются и в отношении права владельцев ценных бумаг требовать их выкупа контролирующим акционером.

Различие между двумя вариантами заключается в следующем. В случае применения Варианта 1 отсутствует требование о пересечении порогового значения на основании публичного предложения. Такое предложение обязательно должно иметь место, однако превышение пороговой отметки может произойти не только на основании публичного предложения, но и иным образом, к примеру, на основании единичных сделок по приобретению ценных бумаг компании-цели, при условии, что приобретение дополнительных акций произошло в течение срока, установленного для применения правила о принудительном выкупе ценных бумаг у их владельцев. Вариант 2 предполагает, что пороговое значение должно быть превышено именно

в результате приобретения ценных бумаг на основании публичного предложения. Поскольку в случае Варианта 1 достичь пороговое значение проще, законодательством государства – участника ЕС пороговое значение может быть установлено на более высокой отметке (до 95%).

Подход, который нашел воплощение в главе XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах», отличается от обоих подходов, предлагаемых Директивой ЕС о публичных поглощениях. Пороговое значение должно быть превышено именно на основании публичного предложения. Этим исчерпываются требования к праву владельцев ценных бумаг требовать их выкупа. С правом на принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев сложнее. К требованию о приобретении голосующих акций ПАО в количестве сверх порогового значения добавляется требование о приобретении на основании публичного предложения не менее 10% общего количества голосующих акций ПАО. Таким образом, российский подход отличается от европейского как сущностно, так и тем, что он распадается на два подвиды: один установлен для права владельцев ценных бумаг требовать их выкупа и другой, осложненный дополнительным условием, – для права на принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев.

5.4. Согласно абз. 2 п. 3 ст. 15 Директивы ЕС о публичных поглощениях в тех случаях, когда компанией были размещены более одного класса ценных бумаг, учитываемых для целей этой Директивы, законодательство государства – участника ЕС может предусматривать возможность реализации права на принудительный выкуп ценных бумаг только того класса, в отношении которого было превышено пороговое значение. Это правило действует также в отношении права владельцев ценных бумаг требовать их выкупа. Преимуществом этого подхода является его нюансированность: он позволяет учитывать риски, которые угрожают владельцам соответствующего класса ценных бумаг. К примеру, oferent смог превысить пороговое значение за счет приобретения ценных бумаг только одного класса ценных бумаг. Владельцы ценных бумаг других классов, имеющих свой рынок, в меньшей степени подвержены рискам, которые грозят владельцам того класса ценных бумаг, в котором доминирует один из вла-

дельцев или их группа, действующая согласованно. Недостатком этого подхода является маловероятность возникновения права выкупа ценных бумаг – как по инициативе их владельцев, так и по требованию контролирующего акционера. Кроме того, применение такого подхода может отрицательно повлиять на состояние рынка корпоративного контроля.

Российское законодательство о публичных поглощениях не придерживается подхода, предполагающего раздельное (т.е. в зависимости от категории (типа) акций) определение возникновения прав, предусмотренных ст. 84.7 и 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах». Принимая во внимания возможный негативный эффект от внедрения этого подхода, перестройка российского законодательства о публичных поглощениях на его основании представляется нецелесообразной.

6. Количество ценных бумаг, подлежащих выкупу

6.1. Контролирующий акционер обязан выкупить принадлежащие иным лицам остальные акции ПАО, а также эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в такие акции ПАО, по требованию их владельцев. При этом владельцы ценных бумаг могут предъявить к выкупу как все, так и часть принадлежащих им ценных бумаг.

6.2. Сложным является вопрос о наличии у аффилированных лиц права требовать выкупа принадлежащих им ценных бумаг ПАО. Из п. 1 ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» следует, что при определении того, было ли лицом превышено пороговое значение, учитываются голосующие акции ПАО, принадлежащие его аффилированным лицам. Информация об аффилированных лицах и количестве принадлежащих им голосующих акций ПАО должна быть включена в уведомление, которое должно быть направлено владельцам ценных бумаг. Кроме того, аффилированные лица, хотя и предполагаются имеющими общий экономический интерес, в действительности могут преследовать различные, и даже по-

лярные интересы. На этих положениях основывается тезис об отсутствии у аффилированных лиц права предъявлять свои ценные бумаги к выкупу.

Вместе с тем представляется, что подход к решению этой проблемы должен быть более нюансированным. Во-первых, необходимо разграничивать две ситуации: когда лицо самостоятельно стало владельцем соответствующей доли голосующих акций ПАО и когда лицо владеет голосующими акциями ПАО в количестве сверх установленного порогового значения совместно со своими аффилированными лицами. Если условия, необходимые для возникновения у владельцев ценных бумаг права требовать их выкупа, выполнены контролирующим акционером единолично, у его аффилированных лиц должна быть возможность, наряду с другими владельцами ценных бумаг, предъявить свои ценные бумаги к выкупу. В случае совместного владения соответствующей долей голосующих акций ПАО решение должно быть противоположным: у аффилированных лиц – акционеров этого ПАО не должно быть право требовать выкупа принадлежащих им акций. Во-вторых, аффилированные лица – владельцы ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции ПАО, в любом случае должны иметь право требовать выкупа своих ценных бумаг. Это утверждение можно обосновать следующими соображениями. Предполагается, что аффилированные лица выступают в качестве единого экономического субъекта. Проведение аффилированными лицами согласованной политики в отношении ПАО обусловлено наличием у них возможности голосовать на общем собрании акционеров ПАО. У владельцев иных ценных бумаг такой возможности очевидно нет; соответственно они не могут быть включены в круг способных влиять на дела ПАО. Учитывая это, владельцы ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции ПАО, в любой ситуации должны иметь право предъявить свои ценные бумаги к выкупу.

7. Цена выкупаемых ценных бумаг

7.1. Согласно п. 6 ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» выкуп ценных бумаг осуществляется по цене, определенной в порядке, предусмотренном для определения цены ценных бумаг, приобретаемых на основании обязательного предложения (п. 4 ст. 84.2 Федерального закона «Об акционерных обществах»). При этом указанная цена не может быть ниже:

– цены, по которой такие ценные бумаги приобретались на основании добровольного или обязательного предложения, в результате которого лицо стало владельцем более 95% общего количества голосующих акций ПАО;

– наибольшей цены, по которой лицо, указанное в п. 1 ст. 87.1 Федерального закона «Об акционерных обществах», или его аффилированные лица приобрели либо обязались приобрести эти ценные бумаги после истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения, в результате которого лицо стало владельцем более 95% общего количества голосующих акций ПАО.

Таким образом, цена, по которой предполагается осуществить выкуп ценных бумаг, определяется следующим образом.

Если выкупаемые ценные бумаги обращаются на организованных торгах более шести месяцев, то их цена не может быть ниже средневзвешенной цены, определенной по результатам организованных торгов за шесть месяцев, предшествующих дате направления уведомления в Банк России в соответствии с пунктами 1 и 2 ст. 84.9 Федерального закона «Об акционерных обществах». Если ценные бумаги обращаются на организованных торгах двух и более организаторов торговли, их средневзвешенная цена определяется по результатам организованных торгов всех организаторов торговли, где указанные ценные бумаги обращаются шесть и более месяцев. Далее эта цена сопоставляется с ценой добровольного или обязательного предложения и с наибольшей ценой, по которой ценные бумаги приобретались у их владель-

цев по истечении срока принятия публичного предложения. Выкуп ценных бумаг у их владельцев осуществляется по наивысшей из этих цен.

Если выкупаемые ценные бумаги не обращаются на организованных торгах либо обращаются, но менее шести месяцев, то их цена не может быть ниже их рыночной стоимости, определенной оценщиком. Далее определенная эта цена сравнивается с ценой, по которой ценные бумаги приобретались на основании добровольного или обязательного предложения, и с наибольшей ценой, по которой ценные бумаги приобретались по истечении срока принятия добровольного или обязательного предложения. Выкуп ценных бумаг у их владельцев осуществляется по наивысшей из этих цен.

7.2. В судебной практике возник следующий вопрос: если контролирующим акционером не будет исполнена обязанность направить владельцам ценных бумаг о наличии у них права требовать выкупа принадлежащих им ценных бумаг, по какой цене должен осуществляться выкуп ценных бумаг у их владельцев? Согласно одному подходу к разрешению этого вопроса, изложенные выше правила определения выкупной цены подлежат применению во всех случаях выкупа ценных бумаг по требованию их владельцев. Соответственно владельцы ценных бумаг, намеревающиеся предъявить принадлежащие им ценные бумаги к выкупу, обязаны руководствоваться этими правилами¹¹. Другой подход, который можно встретить в су-

¹¹ См., например, определение Конституционного Суда РФ от 19.07.2016 № 1552-О «Об отказе в принятии к рассмотрению жалобы гражданина Казакова Кирилла Викторовича на нарушение его конституционных прав пунктом 6 статьи 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» («...она (цена – Д.Г.) не может быть установлена миноритарными акционерами произвольно, без учета рыночной стоимости таких акций, определенной (в зависимости от того, обращаются они на организованных торгах или нет) по результатам организованных торгов или независимым оценщиком, а также без учета наибольшей цены, по которой они приобретались у других миноритарных акционеров.»); постановление Верховного Суда РФ от 20.04.2016 № 305-АД15-19535 по делу № А40-51200/2015 («Из буквального толкования положений статьи 84.7 Закона об акционерных обществах следует, что установленный в ней порядок определения цены выкупаемых ценных бумаг является общим (единым) как

дебной практике, допускает установление выкупной цены по усмотрению владельца ценных бумаг¹². Первый подход представляется предпочтительным вследствие следующих причин. Во-первых, этот подход соответствует ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах», которая, устанавливая правила определения выкупной цены, «не привязывает» их только к ситуации, когда контролирующий акционер исполняет обязанность направить уведомление. Во-вторых, применение другого подхода, освобождающего владельцев ценных бумаг от необходимости руководствоваться правилами выкупной цены, баланс интересов серьезным образом смещаются в сторону владельцев ценных бумаг. Неисполнение контролирующим акционером обязанности направить уведомление едва ли может рассматриваться в качестве обстоятельства, обосновывающего такое смещение. В-третьих, выкупная цена не может быть произвольной в принципе, а это означает, что суды скорее всего обратятся к единственным релевантным в контексте публичного поглощения правилам определения выкупной цены, каковыми являются правила, установленные п. 6 ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах». Именно этот подход является доминирующим в судебной практике.

8. Сроки

8.1. Право владельцев ценных бумаг предъявить свои акции к выкупу ограничено сроком. Установление этого срока необходимо для того, чтобы побудить владельцев ценных бумаг принять решение по вопросу предъявления своих ценных бумаг к выкупу. Кроме того, ес-

при предъявлении предложения владельцем более 95% от общего количества акций (мажоритарным акционером), так и при предъявлении требования миноритарным акционером - владельцем ценных бумаг, подлежащих выкупу.»). См. также: Постановление Арбитражного суда Поволжского округа от 18.01.2017 № Ф06-11049/2016 по делу № А72-3677/2015.

¹² См., например, постановления Девятого арбитражного апелляционного суда от 22.10.2015 по делу № А40-51200/15, от 02.10.2015 по делу № А40-33206/15.

ли бы возможность реализации этого права не была ограничена сроком, то контролирующий акционер оказался бы в ситуации, когда ему неопределенно долго пришлось бы находиться в постоянной финансовой готовности удовлетворить требования владельцев ценных бумаг. При определении продолжительности этого срока следует принимать во внимание следующее: с одной стороны, этот срок должен быть достаточным, чтобы у владельцев ценных бумаг, подлежащих выкупу, была возможность принять взвешенное решение; с другой – он должен стимулировать владельцев ценных бумаг к принятию решения, а также не влечь дополнительные расходы для контролирующего акционера (в частности обусловленные сроком, на который предоставляется банковская гарантия).

8.2. Уведомление о наличии у владельцев ценных бумаг права требовать их выкупа должно быть направлено контролирующим акционером в течение 35 дней с даты приобретения соответствующей доли голосующих акций ПАО. Требования владельцев о выкупе принадлежащих им ценных бумаг могут быть предъявлены не позднее чем через шесть месяцев со дня направления им уведомлений о праве требовать выкупа ценных бумаг публичным обществом. Имея в виду необходимость обеспечить баланс интересов, этот срок следует считать пресекательным.

В случае неисполнения контролирующим акционером обязанности направить уведомление владельцу ценных бумаг, подлежащих выкупу, вправе предъявить требование о выкупе принадлежащих ему ценных бумаг. Такое требование может быть предъявлено в течение одного года, причем начало течения этого срока приурочивается ко дню, когда лицо узнало или должно было узнать о возникновении у него права требовать выкупа ценных бумаг, но в любом случае не ранее истечения срока, установленного для исполнения обязанности направить уведомление.

8.3. Срок, в течение которого владелец ценных бумаг может осуществить право требовать их выкупа (как в случае, когда контролирующим акционером была исполнена обязан-

ность направить уведомление, так и в обратной ситуации), существенно более продолжительный, чем срок, предусмотренный Директивой ЕС о публичных поглощениях. Согласно п. 4 ст. 15 этой Директивы ЕС, устанавливающему срок для осуществления права на принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев, но подлежащему применению и к институту выкупа ценных бумаг по требованию их владельцев (п. 3 ст. 16 Директивы ЕС о публичных поглощениях), это срок составляет три месяца после истечения срока для принятия публичного предложения. Таким образом, российское акционерное законодательство предоставляет владельцам более комфортные условия для реализации права требовать выкупа своих ценных бумаг, но обеспечивается это за счет интересов контролирующего акционера (что, вкупе с иными факторами, может повлечь снижение активности на рынке корпоративного контроля).

9. Банковская гарантия

9.1. К уведомлению должна быть приложена банковская гарантия, соответствующая требованиям п. 5 ст. 84.1 Федерального закона «Об акционерных обществах». Судебной практике по обязательному предложению известны случаи, когда обязанное лицо вступало с потенциальными акцептантами обязательного предложения в соглашение, по которому владельцы ценных бумаг принимали на себя обязательство воздерживаться от акцепта публичной оферты. Это позволяло обязанному лицу снизить расходы, связанные не только с приобретением ценных бумаг у их владельцев, но и с привлекаемой им банковской гарантией (вследствие уменьшения суммы банковской гарантии). Такая практика была признана судами недопустимой вследствие ее противоречия закону, устанавливающему порядок расчета суммы банковской гарантии.

Судебной практике, касающейся выкупа ценных бумаг по требованию их владельцев, эта проблема еще не встречалась, однако ее появление вполне возможно. Контролирующий акционер может вступить с владельцами ценных бумаг, подлежащих выкупу, в соглашение,

по которому последние примут на себя обязательство воздерживаться от направления требования выкупить принадлежащие им ценные бумаги. Это поможет контролирующему акционеру снизить расходы по выкупу ценных бумаг, а также расходы, связанные с привлечением банковской гарантии. Представляется, что такая практика так же, как и уже получившая оценку в судебной практике попытка снизить расходы лица, обязанного направить обязательное предложение, не соответствует букве закона.

9.2. Контролирующему акционеру необходимо получать банковскую гарантию и нести расходы, связанные с ее привлечением и обслуживанием, в случае направления владельцам ценных бумаг уведомления о наличии у них права требовать выкупа принадлежащих им ценных бумаг. Неисполнения обязанности по направлению уведомления влечет привлечение контролирующего акционера к административной ответственности. Вместе с тем размер административного штрафа может уступать общей сумме расходов, которое лицо, обязанное направить уведомление, вынуждено нести в связи с привлечением банковской гарантии. В этом случае для контролирующего акционера более разумной будет стратегия, при которой он отказывается от направления уведомления и ожидает получения требований о выкупе ценных бумаг от их владельцев. Вместе с тем следует учитывать возможные споры по поводу цены выкупа, а также более продолжительный срок для предъявления требований о выкупе ценных бумаг (который к тому же является субъективным), по сравнению со сроком, установленным для предъявления требований о выкупе ценных бумаг в случае исполнения контролирующим акционером обязанности направить уведомление. Обусловленные этими обстоятельствами дополнительными расходы могут свести на нет выгоду, получаемой от неисполнения обязанности направить уведомление и приобщить к ней банковскую гарантию. Следует также отметить, что необходимость получения банковской гарантии может подтолкнуть контролирующего акционера (помимо иных факторов) к выбору иной стратегии – принудительному выку-

пу ценных бумаг у их владельцев в соответствии со ст. 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах».

10. Средства правовой защиты

10.1. Заключение договора купли-продажи акций ПАО для лица, самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами ставшего владельцем более 95% голосующих акций ПАО на основании публичного предложения, является обязательным. Следовательно, в случае отказа или уклонения контролирующего акционера от заключения договора, владельцы ценных бумаг вправе обратиться в суд с требованием об обязанности контролирующего акционера осуществить выкуп принадлежащих им ценных бумаг (п. 4 ст. 445 Гражданского кодекса РФ).

10.2. В случае несогласия владельцев ценных бумаг с указанной в уведомлении ценой, они вправе оспорить эту цену в судебном порядке (к примеру доказав, что она была занижена вследствие того, что при ее определении не были учтены определенные сделки с ценными бумагами ПАО). Можно предположить, что, по аналогии с порядком оспаривания цены, по которой ценные бумаги приобретаются у их владельцев на основании публичного предложения (п. 6 ст. 84.3 Федерального закона «Об акционерных обществах»), такое оспаривание допустимо только в случае демонстрации владельцем ценных бумаг намерения продать свои ценные бумаги путем направления контролирующему акционеру требования выкупить принадлежащие ему ценные бумаги.

10.3. В случае несогласия контролирующего акционера, не исполнившего обязанность направить владельцам ценных бумаг уведомление о наличии у них права требовать выкупа принадлежащих им ценных с ценой, по которой владельцы ценных бумаг предъявили их выкуп, контролирующий акционер вправе предложить иную цену. В случае несогласия владельцев ценных бумаг с иной ценой по их инициативе спор может быть передан на рассмот-

рение суда. При этом целесообразно привлечение к участию в судебном разбирательстве всех владельцев ценных бумаг соответствующего вида и категории (типа).

11. Соотношение обязанности выкупить ценные бумаги по требованию их владельцев и права на принудительный выкуп ценных бумаг

Согласно п. 9 ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах» вместо исполнения обязанности по направлению владельцам ценных бумаг уведомления контролирующий акционер может инициировать принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев. В зависимости от временного соотношения этих действий возможны следующие комбинации:

а) если контролирующий акционер воспользуется правом на принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев до истечения 35-дневного срока с даты приобретения соответствующей доли голосующих акций ПАО, то владельцы ценных бумаг не вправе требовать их выкупа на основании ст. 84.7 Федерального закона «Об акционерных обществах». Кроме того, контролирующий акционер в этом случае не привлекается к административной ответственности в соответствии со ст. 15.28 Кодекса РФ об административных правонарушениях;

б) если контролирующий акционер решит воспользоваться правом на принудительный выкуп ценных бумаг у их владельцев по истечении 35-дневного срока, то владельцы ценных бумаг вправе требовать их выкупа. При этом контролирующий акционер обязан выполнить требования владельцев ценных бумаг о выкупе принадлежащих им ценных бумаг, предъявленные до направления контролирующим акционером требования о принудительном выкупе ценных бумаг у их владельцев. В зависимости от того, была ли контролирующим акционером исполнена обязанность направить уведомление в течение 35-дневного срока или нет, решается вопрос о привлечении этого акционера к административной ответственности.

БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Reports on Issues Related to Takeover Bids / The High Level Report Group of Company Law Experts. Brussels, 10 January 2002. P. 62/ Отчет доступен в сети «Интернет» по адресу: <file:///C:/Users/79167/Downloads/SSRN-id315322.pdf> [дата доступа: 10.09.2020];
2. M. Barclay & C. Holderness. Private Benefits of Control of Public Corporations // Journal of Financial Economics. 1989. P. 371-395;
3. I.J. Alexander Dyck & L. Zingales. Private Benefits of Control: An International Comparison (December 2001). CRSP Working Paper No. 535 (статья доступна в сети «Интернет» по адресу: <https://ssrn.com/abstract=296107> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.296107> [дата доступа: 10.09.2020]);
4. The Takeover Bids Directive Assessment Report. P. 226. Отчет доступен в сети «Интернет» по адресу: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1> [дата доступа: 10.09.2020].