



Банк России



**МНЕНИЯ УЧАСТНИКОВ ПУБЛИЧНОГО  
ОБСУЖДЕНИЯ О РЕФОРМИРОВАНИИ  
ПОДХОДОВ К ОСУЩЕСТВЛЕНИЮ  
ПРИНУДИТЕЛЬНОГО ВЫКУПА  
ЦЕННЫХ БУМАГ ПУБЛИЧНЫХ  
АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ**

Москва  
2021

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>1. Расширение перечня оснований возникновения права на вытеснение миноритарных акционеров .....</b>	<b>2</b>
1.1. Судебный порядок вытеснения миноритарных акционеров при приобретении контроля вне публичной оферты .....	2
1.2. Условия предоставления мажоритарному акционеру права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров при приобретении контроля вне публичной оферты .....	3
<b>2. Предварительный судебный контроль за процедурой принудительного выкупа .....</b>	<b>3</b>
2.1. Целесообразность введения предварительного судебного контроля .....	3
2.2. Учет «квазиказначейских» акций .....	4
<b>3. Определение цены выкупаемых ценных бумаг .....</b>	<b>4</b>
3.1. Определение цены выкупаемых ценных бумаг в рамках предварительного судебного контроля за процедурой вытеснения .....	4
3.2. Дополнительные механизмы, способствующие обеспечению выкупа ценных бумаг по рыночной стоимости .....	5
<b>4. Учет косвенного контроля над публичной компанией при определении оснований для обязательного предложения и принудительного выкупа ценных бумаг .....</b>	<b>5</b>
<b>5. Иные условия принудительного выкупа ценных бумаг .....</b>	<b>6</b>
5.1. Оценка одной выкупаемой ценной бумаги в составе 100%-ного пакета .....	6
5.2. Дата, на которую определяется рыночная стоимость выкупаемых ценных бумаг .....	6
5.3. Возмещение убытков в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг .....	7
5.4. Расширение способов перечисления денежных средств за выкупаемые ценные бумаги .....	8
<b>Выводы .....</b>	<b>8</b>

Настоящий материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений

Фото на обложке: А. Никитин, Банк России

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

Банк России выражает благодарность лицам, принявшим участие в обсуждении доклада для общественных консультаций «О реформировании подходов к осуществлению принудительного выкупа ценных бумаг публичных акционерных обществ» (далее – Доклад), в том числе эмитентам, инвесторам, объединениям участников финансового рынка, и представляет обобщенные мнения участников обсуждения по каждому из разделов Доклада.

В настоящем документе приводятся только сведения о мнениях участников публичных консультаций в отношении предложений и инициатив, обозначенных в Докладе, и не выражается позиция Банка России. Общая оценка результатов обсуждения Доклада приведена в разделе «Выводы».

## **1. Расширение перечня оснований возникновения права на вытеснение миноритарных акционеров**

### **1.1. Судебный порядок вытеснения миноритарных акционеров при приобретении контроля вне публичной оферты**

Участники опроса (в основном крупные эмитенты) поддержали расширение перечня оснований возникновения права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров у акционера, превысившего порог владения в 95% голосующих акций публичного общества вне публичной оферты. Предложение поддержали 76% опрошенных, две трети из которых согласились с необходимостью установления такого права в судебном порядке. Особое внимание, по мнению респондентов, следует уделить порядку определения справедливой цены выкупаемых акций, поскольку концентрация контроля над публичным обществом может осуществляться без учета рыночной стоимости акций. Одновременно отмечена целесообразность предоставления миноритарным акционерам права потребовать через суд выкупа мажоритарным акционером принадлежащих им акций.

Другие участники опроса, в целом поддержавшие предложение, отметили недостатки судебных процедур и предложили отнести принятие решения о принудительном выкупе акций у миноритарных акционеров к компетенции общего собрания акционеров (как простым большинством голосов акционеров, принимающих участие в собрании, так и с исключением из голосования мажоритарного акционера и связанных с ним лиц). Цену выкупа предложено определять единогласным решением независимых членов совета директоров публичного общества на основании отчета независимого оценщика, а при отсутствии независимых директоров – квалифицированным большинством голосов всех членов совета директоров публичной компании.

Отмечена целесообразность предоставления лицу, не достигшему в рамках обязательного предложения порога владения в 95% голосующих акций публичного общества, права на получение в судебном порядке разрешения на принудительный выкуп, например, в случае отсутствия среди миноритарных акционеров владельцев крупных пакетов акций (рассматриваемый порог в 0,5% от уставного капитала).

Предложено также распространить механизм принудительного выкупа на непубличные общества при условии подтверждения права на такой выкуп в судебном порядке.

Важно отметить позицию опрошенных лиц – представителей инвесторов, не поддерживающих данное предложение. По их мнению, введение возможности принудительного выкупа акций у миноритарных акционеров без соблюдения правила о приобретении не менее чем 10% голосующих акций и достижения уровня контроля в 95% голосующих акций в результате принятия публичной оферты недопустимо. Данное правило оценивается как наиболее адекватный способ определения справедливой цены выкупа, поскольку исходит не из «рыночной стоимости» акций (не применимой в условиях концентрации контроля в 95% голосующих акций) и не из независимых отчетов оценщиков (по практике респондентов отличающихся друг от друга на десятки процентов), а из готовности акционеров акцептовать оферту именно по такой цене, то есть их мнения о ней как справедливой.

Представители инвесторов отметили, что после введения главы XI.1 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Закон об акционерных обществах) действовали переходные положения, позволявшие сконцентрировать контроль над компанией без направления публичной оферты и приобретения по такой оферте не менее 10% голосующих акций, и основания для введения подобных правил сейчас отсутствуют.

В качестве механизма борьбы со злоупотреблениями при принудительном выкупе представители инвесторов предложили ввести нормы о согласованных действиях, о запрете учитывать при определении размера пакета акций, приобретенного на основании публичной оферты, акции, приобретенные у согласованно действующих с контролирующим акционером лиц (включая акции, ранее приобретенные у контролирующего акционера с целью их обратной продажи в рамках публичной оферты), а также положения о праве мотивированного суждения регулятора в отношении согласованности действий таких лиц и его праве отказывать мажоритарному акционеру в реализации принудительного выкупа даже при формальном выполнении требований законодательства.

Установление упрощенной процедуры выкупа акций представители инвесторов допускают только для ряда объективных ситуаций, когда отсутствует возможность использования стандартной процедуры выкупа (например, реорганизация, наследование). При этом даже в рамках упрощенной процедуры принудительный выкуп респонденты – представители инвесторов предлагают разрешить только в случае приобретения контролирующим акционером в рамках публичной оферты не менее 90% акций, принадлежащих независимым акционерам.

Представители инвесторов также предложили расширить перечень судебных исков, с которыми миноритарные акционеры вправе обращаться в суд для разрешения споров, допустив рассмотрение вопросов, связанных с подготовкой и проведением выкупа, в том числе формированием мажоритарного пакета, действиями (включая согласованные) участников данных правоотношений.

## **1.2. Условия предоставления мажоритарному акционеру права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров при приобретении контроля вне публичной оферты**

Результаты опроса показали нежелание мажоритарных акционеров иметь какие-либо ограничения по выкупу оставшихся акций публичного общества у миноритарных акционеров в случае расширения перечня оснований возникновения права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров.

Условия о концентрации мажоритарного пакета в одних руках при приобретении более 95% голосующих акций вне публичной оферты и о долгосрочном характере владения таким пакетом акций не поддержали 52% опрошенных. По мнению респондентов, они не защитят интересы миноритарных акционеров, создадут формальные препятствия для принудительного выкупа акций и повлекут административные и финансовые издержки.

## **2. Предварительный судебный контроль за процедурой принудительного выкупа**

### **2.1. Целесообразность введения предварительного судебного контроля**

Участники опроса – как представители крупных эмитентов, так и представители инвесторов – не поддержали введение предварительного судебного контроля за процедурой принудительного выкупа ценных бумаг.

Респонденты отмечают целесообразность сохранения существующего подхода к реализации процедуры принудительного выкупа ценных бумаг с уточнением регулирования основа-

ний принудительного выкупа, порядка определения справедливой цены выкупа и порядка судебной защиты, которая должна осуществляться по иску миноритарного акционера.

Возложение на суды предварительного контроля за реализацией процедуры принудительного выкупа при отсутствии спора, по мнению респондентов, неоправданно. Участники опроса не исключают и формальную роль суда в подтверждении соблюдения процедуры принудительного выкупа и цены выкупа.

Представители инвесторов отмечают, что предварительный судебный контроль может иметь смысл, если действующее регулирование будет дополнено нормами, устанавливающими:

- перечень объективных ситуаций, в которых будет возможен принудительный выкуп при приобретении контролирующим акционером в рамках предварительного предложения не менее 90% акций, принадлежащих независимым акционерам;
- право регулятора отказать контролирующему акционеру в упрощенном принудительном выкупе в тех случаях, когда, по мнению регулятора, соответствующая ситуация была создана искусственно с целью воспользоваться указанной процедурой;
- согласование действий и запрет учитывать при определении размера пакета акций, приобретенного по публичной оферте, те пакеты акций, которые были приобретены у согласованных действующих с контролирующим акционером лиц (включая акции, приобретенные у контролирующего акционера с целью их обратной продажи в рамках публичной оферты);
- право мотивированного суждения регулятора, позволяющее ему заявлять о наличии согласованных действий и отказывать в праве принудительного выкупа по соответствующему основанию.

Ряд участников опроса, не поддержавших введение предварительного судебного контроля, тем не менее отметили целесообразность его осуществления именно специализированными судами в случае реализации данного подхода.

## **2.2. Учет «квазиказначейских» акций**

Большинство опрошенных считают правомерным учет «квазиказначейских» акций в составе мажоритарного пакета для определения достижения уровня владения голосующими акциями публичного общества для целей главы XI.1 Закона об акционерных обществах и не поддерживают их исключение из состава мажоритарного пакета в целях определения наличия права требовать выкупа акций. Данные респонденты отмечают, что владение группой лиц более 95% голосующих акций, включая «квазиказначейские» акции, осуществляется как единым хозяйствующим субъектом, а мажоритарный акционер, получая контроль над публичным обществом, фактически контролирует его дочерние и зависимые общества.

Другие респонденты высказывают обратную позицию, поскольку «квазиказначейские» акции обычно приобретаются за счет самого публичного общества или его дочернего общества, но не за счет мажоритарного акционера. При этом учет этих акций в составе мажоритарного пакета представляется разновидностью финансового содействия контролирующему акционеру со стороны публичного общества в собственном поглощении.

## **3. Определение цены выкупаемых ценных бумаг**

### **3.1. Определение цены выкупаемых ценных бумаг в рамках предварительного судебного контроля за процедурой вытеснения**

Большинство респондентов не поддержали введение предварительного судебного контроля за проведением процедуры принудительного выкупа, а также определение обоснованности



и справедливости цены выкупаемых ценных бумаг судом в рамках такого контроля. Обобщенная позиция респондентов по данному вопросу приведена в пункте 2.1 настоящего документа.

Вместе с тем, отвечая на вопросы относительно порядка определения цены выкупаемых ценных бумаг в рамках предварительного судебного контроля, равное количество участников опроса (в том числе возразивших против введения предварительного судебного контроля за процедурой вытеснения) предпочли привлечение судом независимого оценщика с утверждением результатов проведенной им оценки, а также независимого оценщика по результатам тендера (отбора), проведенного Банком России.

### **3.2. Дополнительные механизмы, способствующие обеспечению выкупа ценных бумаг по рыночной стоимости**

Участие независимых директоров публичного общества, ценные бумаги которого подлежат выкупу, в определении справедливой цены выкупаемых ценных бумаг не поддержали 52% участников опроса. Респонденты отметили недостаточно высокий уровень функционирования института независимых директоров в российских компаниях, отсутствие их во всех публичных обществах или недостаточное их количество, а также формальную независимость. По этой причине данный институт, по мнению опрошенных, не может быть заявлен в качестве базового механизма определения цены выкупаемых ценных бумаг.

Кроме того, определение рыночной стоимости акций несвойственно совету директоров, у независимых директоров отсутствует необходимая компетенция для определения справедливой цены выкупаемых ценных бумаг.

В качестве варианта участия независимых директоров в процедуре определения цены выкупа ценных бумаг предложено предоставление независимым директорам права обращаться в саморегулируемую организацию оценщиков с требованием провести экспертизу подготовленного независимым оценщиком отчета об оценке рыночной стоимости выкупаемых акций, а также права предоставлять результаты такой экспертизы в суд как доказательство несправедливой оценки ценных бумаг.

Введение дополнительного механизма, предусматривающего установление обязанности по привлечению мажоритарным акционером для определения рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг независимого оценщика по результатам тендера (отбора), проведенного Банком России, поддержали 52% участников опроса, 24% данную инициативу не поддержали, остальные участники по данному вопросу не высказывались.

При этом ряд участников опроса, в том числе не поддержавших данное предложение, отметили, что более предпочтительным является не проведение тендера, а аккредитация независимых оценщиков Банком России или формирование Банком России пула оценщиков в целях определения рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг.

Респонденты, не поддержавшие данную инициативу, отметили избыточность механизма по проведению тендера, который усложнит процедуру выкупа и не будет гарантией проведения оценки надлежащего качества. По их мнению, отбор независимого оценщика должен проводить мажоритарный акционер, в том числе с учетом риска предъявления последующих требований и оспаривания процедуры вытеснения миноритарными акционерами.

## **4. Учет косвенного контроля над публичной компанией при определении оснований для обязательного предложения и принудительного выкупа ценных бумаг**

В целях интерпретации результатов опроса важно отметить, что респонденты по-разному толкуют понятие косвенного контроля в целях реализации данной инициативы, что фактически не может свидетельствовать о поддержке инициативы в том виде, в котором она предложена в Докладе.

По результатам опроса распространение правил главы XI.1 Закона об акционерных обществах на лиц, которые получают определенный уровень контроля, независимо от того, каким образом (прямо или косвенно, самостоятельно или совместно с иными лицами) они распоряжаются голосами, приходящимися на голосующие акции публичного общества, поддержал 61% участников опроса. Для 52% респондентов предпочтительно определение Банком России наличия у лица косвенного контроля для применения к этому лицу соответствующих правил главы XI.1 Закона об акционерных обществах. За наделение такими полномочиями суда высказались 9% участников опроса.

С наделением Банка России правом мотивированного суждения при определении наличия у лица определенного уровня контроля в публичном обществе согласны только 43% опрошенных, 33% указанную инициативу не поддержали.

Респонденты, поддержавшие инициативу, считают, что реализация процедуры принудительного выкупа должна быть допустимой при концентрации контроля в рамках единой группы лиц, а наличие косвенного контроля для целей поглощения должно определяться в соответствии с правилами определения группы лиц, установленными статьей 9 Федерального закона от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции». Лица без формальных критериев связанности не должны привлекаться к реализации прав и обязанностей, предусмотренных главой XI.1 Закона об акционерных обществах.

Респонденты, не поддержавшие данную инициативу, отмечают, что правила главы XI.1 Закона об акционерных обществах должны основываться на принципе прямого владения голосующими акциями публичного общества совместно со связанными лицами, состав которых может быть дополнительно обсужден. Учет косвенного контроля для целей выкупа ценных бумаг может приводить к недобросовестной реализации участниками правоотношений прав и обязанностей, предусмотренных главой XI.1 Закона об акционерных обществах, и негативно сказаться на инвестировании в акции публичных обществ.

Относительно определения наличия косвенного контроля судом отмечено, что отправление правосудия судами (статья 118 Конституции Российской Федерации) является автономным родом деятельности государства по разрешению спора относительно действительного или предполагаемого нарушения норм законодательства, прав и охраняемых интересов граждан, организаций, самого государства. Реализация данного предложения деформирует данную целевую регуляторную установку и исключит право миноритарных акционеров публичного общества на дальнейшее обращение в суд.

## **5. Иные условия принудительного выкупа ценных бумаг**

### **5.1. Оценка одной выкупаемой ценной бумаги в составе 100%-ного пакета**

Включение в Закон об акционерных обществах положений о необходимости определения в отчете независимого оценщика рыночной стоимости одной выкупаемой акции в составе 100%-ного пакета поддержал 71% респондентов.

При этом в противовес данному предложению отмечено, что акции представляют экономический интерес именно в зависимости от размера пакета, и цена одной акции, выкупаемой без учета величины пакета, не может считаться рыночной.

### **5.2. Дата, на которую определяется рыночная стоимость выкупаемых ценных бумаг**

Закрепление на законодательном уровне подхода, согласно которому оценка рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг должна производиться на дату не ранее двух месяцев до даты направления требования о выкупе ценных бумаг, поддержали 38% респондентов, 28% высказались против данного предложения.

Респонденты, поддержавшие инициативу, предложили закрепить право суда назначить новую независимую оценку с иной датой и у иного оценщика, если в ходе рассмотрения иска будут установлены злоупотребления со стороны мажоритарных или миноритарных акционеров, которые могли существенно повлиять на стоимость ценных бумаг в процессе подготовки отчета оценщика, или будет предоставлено негативное заключение от саморегулируемой организации оценщиков на подготовленный отчет.

Для оценки акций, обращающихся на организованных торгах, предлагается использовать показатель средневзвешенной цены за период (например, за два месяца до даты направления требования о выкупе) или определять рыночную стоимость по правилам пункта 3 статьи 75 Закона об акционерных обществах с учетом средневзвешенной цены, определенной по результатам организованных торгов за шесть месяцев до направления требования о выкупе ценных бумаг.

Респонденты, не поддержавшие данное предложение, сообщили, что предлагаемый двухмесячный срок является недостаточным для подготовки оценки и выполнения других мероприятий в рамках процедуры выкупа. В связи с этим предложено проводить оценку стоимости выкупаемых ценных бумаг на последнюю отчетную дату, предшествующую дате направления требования о выкупе, или на следующую ближайшую отчетную дату после того, как такая оценка будет заказана для целей принудительного выкупа. Требование о выкупе предложено направлять в течение шести месяцев с даты оценки.

Отдельные респонденты отметили, что предлагаемая инициатива не является достаточной. По их мнению, цену выкупаемых ценных бумаг целесообразно определять исходя из наибольшей из цен, определенных независимым оценщиком:

- на дату направления в публичное общество добровольного или обязательного предложения, предшествующего принудительному выкупу;
- на дату приобретения лицом более 95% акций публичного общества;
- не позднее двух месяцев до даты направления требования о принудительном выкупе в публичное общество.

Отмечена целесообразность установления на законодательном уровне правила, согласно которому с даты оценки до даты составления отчета об оценке должно пройти не более двух месяцев. При таком подходе добросовестные приобретатели могут осуществить принудительный выкуп без дополнительных расходов, связанных с проведением новой оценки.

Еще одним предложением стало проведение оценки стоимости ценных бумаг на дату обращения к оценщику за предоставлением услуг по оценке (дату заключения договора об оценке).

### **5.3. Возмещение убытков в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг**

Установление на законодательном уровне механизма, обеспечивающего выплату стоимостной разницы между рыночной стоимостью выкупаемых ценных бумаг, определенной судебным актом, и ценой выкупа, определенной в требовании о выкупе ценных бумаг публичного общества, всем лицам, у которых были выкуплены соответствующие ценные бумаги, поддержали 62% респондентов, 14% с данной инициативой не согласились.

Отмечена целесообразность заявительного порядка обращения миноритарных акционеров с требованием о выплате стоимостной разницы в цене в течение установленного периода времени, а также необходимость публичного размещения информации о наличии у миноритарных акционеров возможности получения возмещения, о периоде времени, в течение которого принимаются заявления, и осуществления выплаты только обратившимся с заявлением акционерам (в списках акционеров имеются акционеры, связь с которыми отсутствует).

Вместе с тем обозначена проблема идентификации вытесненных акционеров в случае направления ими соответствующих заявлений о получении стоимостной разницы ценных бумаг.



Респонденты, не поддержавшие инициативу, отметили, что глава 28.2 Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации содержит механизмы, гарантирующие право миноритарного акционера на защиту в суде своих нарушенных прав, и изменение порядка регулирования данных правоотношений нецелесообразно.

В качестве альтернативного варианта предложено рассмотреть возможность закрепления на законодательном уровне правила о рассмотрении требования миноритарных акционеров о выкупе ценных бумаг по правилам коллективного иска в интересах всех лиц, у которых выкуплены ценные бумаги по требованию мажоритарного акционера.

#### **5.4. Расширение способов перечисления денежных средств за выкупаемые ценные бумаги**

Перечисление денежных средств за выкупаемые ценные бумаги на специальный регистраторский счет и (или) специальный депозитарный счет центрального депозитария в качестве альтернативы существующему регулированию поддержали 76% опрошенных.

При этом некоторые респонденты отметили, что перечисление денежных средств за выкупаемые ценные бумаги должно считаться надлежащим исполнением обязательств. Внесение долга в депозит нотариуса в случае отсутствия кредитора или лица, уполномоченного им принять исполнение, в месте, где обязательство должно быть исполнено, установлено в качестве способа надлежащего исполнения обязательства статьей 327 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее – ГК РФ), а внесение денежных средств на специальный регистраторский счет или специальный депозитарный счет центрального депозитария в качестве надлежащего для таких случаев ГК РФ не предусмотрено.

Представители инвесторов отметили целесообразность использования только специального депозитарного счета центрального депозитария.

Центральный депозитарий по данному вопросу отметил, что в текущей технологии проведения принудительного выкупа внесение денежных средств в депозит нотариуса происходит только в случае, когда права владельцев на выкупаемые ценные бумаги учитываются в реестре владельцев ценных бумаг публичного общества. С учетом наличия в депозитарии полной информации о получателе денежных средств наиболее удобным отмечается взаимодействие по линии «владелец – депозитарий». При этом центральный депозитарий не имеет возможности осуществить идентификацию клиентов других депозитариев при их обращении за денежными средствами, в связи с чем предлагается сохранить существующий механизм перевода денежных средств в депозит нотариуса.

## **Выводы**

По мнению Банка России, в процессе обсуждения Доклада участники рынка обозначили готовность развивать институт принудительного выкупа ценных бумаг. При этом по заданным направлениям развития отмечается полярность интересов крупных акционеров и миноритариев, тогда как инициативы Доклада были направлены на поиск механизмов, обеспечивающих баланс интересов всех участников правоотношений. Из предложений, полученных в рамках общественных консультаций, следует, что для участников процедуры выкупа более предпочтительным остается сохранение существующего порядка реализации принудительного выкупа с усилением защитных механизмов прав миноритарных акционеров и уточнением отдельных положений Закона об акционерных обществах.