



Банк России



О РЕФОРМИРОВАНИИ ПОДХОДОВ К ОСУЩЕСТВЛЕНИЮ ПРИНУДИТЕЛЬНОГО ВЫКУПА ЦЕННЫХ БУМАГ ПУБЛИЧНЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

Доклад для общественных консультаций

Москва
2021

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	2
1. Общий подход к регулированию принудительного выкупа ценных бумаг публичного общества.....	4
2. Направления развития регулирования принудительного выкупа ценных бумаг публичного общества.....	6
2.1. Возможность расширения перечня оснований возникновения права на вытеснение. Альтернативные способы получения контроля над публичной компанией.....	6
2.2. Порядок осуществления принудительного выкупа ценных бумаг и возможность введения процедуры предварительного судебного контроля.....	8
2.3. Порядок определения цены выкупаемых ценных бумаг.....	12
2.4. Учет косвенного контроля над публичной компанией при определении оснований для обязательного предложения и принудительного выкупа ценных бумаг.....	15
2.5. Иные условия принудительного выкупа ценных бумаг.....	17
Заключение.....	21

Комментарии, включая ответы на поставленные в докладе вопросы, а также предложения и замечания просим направлять до 26 марта 2021 года включительно по электронным адресам: tsyganovasv@cbr.ru и filimoshinpm@cbr.ru. Комментарии участников финансового рынка могут содержать не только ответы на поставленные в докладе вопросы, но также предложения и замечания, связанные с обсуждаемыми инициативами.

При использовании материалов доклада ссылка на Банк России обязательна.

Настоящий материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

Фото на обложке: А. Ковалев, Банк России

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

ВВЕДЕНИЕ

Институт принудительного выкупа ценных бумаг¹ публичного общества мажоритарным акционером («вытеснение», squeeze-out) широко используется в зарубежных правовых системах и введен в российское регулирование в 2006 году. Несмотря на достаточный срок действия данного института, процедура принудительного выкупа востребована и сейчас, поскольку в существующих реалиях отмечается тенденция к переходу публичных компаний к концентрации собственности и отказу от публичного статуса. Концентрация контроля в одних руках позволяет оперативно принимать управленческие решения, сокращать издержки, связанные с проведением корпоративных мероприятий и выполнением установленных законодательством Российской Федерации обязанностей.

Более чем десятилетняя практика применения процедуры вытеснения, предусмотренной главой XI. 1 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (далее – Закон об акционерных обществах), показала несовершенство данного института в отношении миноритарных акционеров, которые нуждаются в эффективной и действенной защите их прав. Основной проблемой является определение справедливой цены выкупаемых ценных бумаг. Стремление мажоритарных акционеров сократить издержки, связанные с осуществлением принудительного выкупа, приводит к созданию условий для выкупа ценных бумаг по заниженной цене.

Вызывают многочисленные вопросы также способы получения контроля над публичной компанией. С одной стороны, по законодательству Российской Федерации право требовать выкупа ценных бумаг возникает у крупного акционера только в случае приобретения ценных бумаг на основании публичной оферты, соответствующей требованиям Закона об акционерных обществах. В связи с этим в целях концентрации контроля в одних руках условия для получения права требовать вытеснения нередко создаются искусственно, лишь с формальным соблюдением требований закона, при этом права миноритарных акционеров могут быть нарушены в ходе принудительного выкупа. С другой стороны, встречаются ситуации, когда контроль над публичным обществом достигается через косвенное или совместное распоряжение голосами, и управление такой компанией осуществляется фактически контролирующим лицом без предоставления миноритарным акционерам возможности прекратить участие в ней на справедливых условиях.

Приобретение более 95% голосующих акций публичной компании или получение права распоряжаться более 95% голосов, приходящихся на голосующие акции публичного общества, вне публичной оферты сводят к формальности участие миноритарных акционеров в корпоративной жизни, однако альтернативной возможности для получения полного контроля над публичной компанией и справедливого прекращения участия миноритарных акционеров в ней законодательством Российской Федерации не предоставляется.

Эти и другие вопросы, поставленные в настоящем докладе, требуют решения, а сама процедура принудительного выкупа, предусмотренная главой XI. 1 Закона об акционерных обществах, – оценки целесообразности ее изменения.

Целью настоящего доклада является представление для общественного обсуждения с участниками финансового рынка ряда инициатив по совершенствованию института вытес-

¹ Правила и предложения настоящего доклада, касающиеся реализации процедуры выкупа ценных бумаг, относятся к обыкновенным акциям и голосующим привилегированным акциям публичного общества, а также эмиссионным ценным бумагам, конвертируемым в такие акции публичного общества. Под выкупаемыми ценными бумагами (акциями) имеются в виду обыкновенные акции и голосующие привилегированные акции публичного общества, а также эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в такие акции публичного общества. Под голосующими акциями понимаются акции, указанные в пункте 1 статьи 84.1 Закона об акционерных обществах.

нения, а также проблем, требующих решения. Выносимые на общественное обсуждение инициативы основываются на анализе действующего российского регулирования и сложившейся практики его применения.

Результатом общественного обсуждения должна стать выработка оптимального, сбалансированного подхода к регулированию процедуры принудительного выкупа ценных бумаг, обеспечивающему защиту прав миноритарных акционеров и в то же время баланс интересов всех участников соответствующих отношений.

1. ОБЩИЙ ПОДХОД К РЕГУЛИРОВАНИЮ ПРИНУДИТЕЛЬНОГО ВЫКУПА ЦЕННЫХ БУМАГ ПУБЛИЧНОГО ОБЩЕСТВА

Российское регулирование порядка приобретения крупных пакетов акций публичных обществ аналогично европейскому регулированию, основанному на принципах Директивы 2004/25/ЕС Европейского парламента и Совета от 21.04.2004 о поглощениях (далее – Директива о поглощениях). Директива о поглощениях рассматривает право на принудительный выкуп как логическое завершение процедуры поглощения компании (takeover) в случае, если мажоритарный акционер в ходе публичного предложения приобрел подавляющую часть акций компании¹, однако часть акционеров все же отказалась продать ему свои акции. В этом случае контролирующий акционер, который считает, что незначительное количество миноритариев не требуется для дальнейшего развития компании, должен иметь право выкупить их акции принудительно. Вместе с тем Директивой о поглощениях такое же право предоставляется и иному лицу, владеющему ценными бумагами, предоставляющими не менее чем 90% прав голоса поглощаемой компании.

Российское регулирование (статья 84.8 Закона об акционерных обществах) с учетом высокой концентрации собственности, характерной для Российской Федерации, и необходимости обеспечить справедливую цену принудительного выкупа устанавливает, что для возникновения права требовать выкупа ценных бумаг необходимо соблюдение одновременно трех условий:

- концентрация мажоритарным акционером совместно с его аффилированными лицами уровня контроля, превышающего 95% голосующих акций публичного общества;
- концентрация указанного уровня контроля в результате реализации добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг публичного общества или обязательного предложения;
- приобретение на основании указанного добровольного или обязательного предложения не менее чем 10% общего количества голосующих акций публичного общества.

Выкуп ценных бумаг должен осуществляться по цене не ниже рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, которая должна быть определена оценщиком. При этом цена выкупа также не может быть ниже:

- цены, по которой ценные бумаги приобретались на основании добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг публичного общества или обязательного предложения, в результате которого приобретено более 95% голосующих акций публичного общества, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам;
- наибольшей цены, по которой мажоритарный акционер или его аффилированные лица приобрели либо обязались приобрести эти ценные бумаги после истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения;
- цены, по которой ценные бумаги приобретались на основании добровольного предложения в соответствии с положениями пункта 1.1 статьи 84.8 Закона об акционерных обществах², в случае осуществления выкупа лицом, указанным в пункте 1.1 статьи 84.8 Закона об акционерных обществах.

¹ 90% и более, страны-члены могут повысить этот порог, но не более чем до 95%.

² Лицо, которое являлось единственным акционером реорганизуемого в форме слияния либо присоединения публичного общества и в результате реорганизации стало владельцем более 95% акций публичного общества, созданного путем реорганизации в форме слияния, или публичного общества, реорганизованного в форме присоединения, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, в течение пяти лет с момента такой реорганизации вправе направить в публичное общество добровольное предложение о приобретении ценных бумаг публичного общества, предусмотренных пунктом 1 статьи 84.1 Закона об акционерных обществах. Это лицо вправе направить в публичное общество требование о выкупе таких ценных бумаг в течение шести месяцев с момента истечения срока принятия, указанного в абзаце первом пункта 1.1 статьи 84.8 Закона об акционерных обществах добровольного предложения, если в результате его принятия было приобретено не менее 50% от общего количества акций публичного общества, указанных в пункте 1 статьи 84.1 Закона об акционерных обществах, не принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам.

В качестве механизма защиты прав владельцев выкупаемых ценных бумаг в случае их несогласия с ценой выкупа предусмотрено право владельца выкупаемых ценных бумаг обратиться в арбитражный суд с иском о возмещении убытков, причиненных в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг. Именно иски о возмещении убытков суды признают надлежащим средством защиты. Иск может быть предъявлен в течение шести месяцев со дня, когда такой владелец ценных бумаг узнал о списании с его лицевого счета (счета депо) выкупаемых ценных бумаг. При этом предъявление владельцем ценных бумаг такого иска в арбитражный суд не является основанием для приостановления выкупа ценных бумаг или признания его недействительным.

Вместе с тем, учитывая правоприменительную практику, установленные правила выкупа ценных бумаг публичных обществ не обеспечивают баланса интересов участников данных правоотношений, не в полной мере защищают права миноритарных акционеров и не исключают возможности обхода таких правил, а осуществление последующего судебного контроля за процедурой выкупа не в полной мере обеспечивает защиту прав владельцев выкупаемых ценных бумаг.

2. НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ ПРИНУДИТЕЛЬНОГО ВЫКУПА ЦЕННЫХ БУМАГ ПУБЛИЧНОГО ОБЩЕСТВА

2.1. Возможность расширения перечня оснований возникновения права на вытеснение. Альтернативные способы получения контроля над публичной компанией

Как было отмечено выше, в Российской Федерации право требовать выкупа ценных бумаг публичного общества возникает исключительно в случае превышения порога владения в 95% голосующих акций на основании добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг или обязательного предложения и соблюдения требования о приобретении на основании такого добровольного или обязательного предложения не менее 10% общего количества голосующих акций.

Российское законодательство не предоставляет альтернативных вариантов для получения полного контроля над компанией лицам, которые превысили порог владения в 95% общего количества голосующих акций в результате гражданско-правовых сделок или корпоративных действий (купля-продажа вне публичной оферты, дарение, наследование, реорганизация за исключением случая, предусмотренного пунктом 1.1 статьи 84.8 Закона об акционерных обществах, оставление за собой предмета залога, приобретение с публичных торгов, уменьшение уставного капитала путем погашения казначейских акций и другое).

Между тем превышение порога в 95% голосующих акций свидетельствует о сверхвысокой концентрации контроля над компанией. Миноритарные акционеры утрачивают фактическую возможность оказывать влияние на решения, принимаемые публичным обществом, при этом такое общество несет обязанности, связанные с реализацией акционерами их прав на участие в управлении обществом, получение информации о нем. Важно также учитывать, что значительную долю миноритарных акционеров могут составлять «исчезнувшие акционеры», с которыми в течение длительного времени не удастся установить связь.

Складывается ситуация, когда при доминирующем положении мажоритарного акционера миноритарные акционеры становятся формальными участниками публичного общества и их участие в таком обществе становится экономически не целесообразным. Однако в такой ситуации не может быть применен ни механизм выкупа ценных бумаг по требованию миноритарных акционеров (статья 84.7 Закона об акционерных обществах), направленный на обеспечение баланса интересов в условиях концентрации контроля, ни механизм принудительного выкупа.

Следует отметить, что европейское законодательство предусматривает компромиссные варианты приобретения полного контроля над компанией.

Например, законодательство Германии¹ предполагает возможность по требованию акционера, которому принадлежат акции общества в размере 95% уставного капитала, принять на общем собрании акционеров решение о передаче акций других акционеров (миноритарных акционеров) основному акционеру в обмен на денежную компенсацию. Размер такой денежной компенсации определяется основным акционером, но она должна учитывать экономическое положение общества на момент принятия решения общим собранием, а правление должно предоставить основному акционеру всю необходимую информацию.

В то же время на практике отмечается, что принятие общим собранием решения о принудительном выкупе является простой формальностью, поскольку выкупающая сторона уже имеет большинство голосов.

¹ §§327a – 327f Закона Германии об акционерных обществах (Aktiengesetz от 06.09.1965).

Исключенные акционеры вправе обратиться за защитой своих прав в суд. Однако признание решения собрания акционеров о выкупе недействительным не может основываться на том, что акционер стремился получить особые преимущества во вред обществу или другим акционерам, осуществляя право голоса в своих интересах, или определил ненадлежащую денежную компенсацию. В случае определения ненадлежащей денежной компенсации суд устанавливает надлежащий размер такой компенсации.

В Англии лицо, направившее обязательную оферту, но не достигшее порога владения в 90% голосующих акций в связи с наличием в компании акционеров, с которыми невозможно установить связь («исчезнувшие акционеры»), вправе обратиться в суд для получения разрешения на выкуп ценных бумаг. При этом суд, принимая решение об удовлетворении заявления, должен убедиться, что оферент после проведения разумного расследования не смог установить место нахождения «исчезнувших акционеров», в результате принятия такими акционерами оферты мог бы быть достигнут порог владения в 90% голосующих акций, а предложенное возмещение справедливо и разумно. Суд при принятии решения учитывает количество «исчезнувших акционеров», не принявших оферту².

В Нидерландах акционер, владеющий не менее 95% акционерного капитала открытой корпорации, может инициировать процедуру выкупа остальных акций, принадлежащих миноритарным акционерам, путем обращения в суд с иском к другим акционерам с требованием о передаче ему принадлежащих им акций³. Компетентным судом является торговая палата Апелляционного суда Амстердама, которая в первой инстанции принимает решение о том, обязаны ли миноритарные акционеры продавать свои акции, и если иск удовлетворяется, то устанавливает цену выкупа. Стороны могут обжаловать принятое судом решение только в кассационной инстанции (Верховном суде Нидерландов).

Суд отклоняет иск в пользу всех ответчиков – миноритарных акционеров, если даже один из миноритарных акционеров, несмотря на компенсацию, понесет серьезный материальный ущерб в результате передачи акций, или если один из миноритарных акционеров владеет акциями, предоставляющими особые права контроля в отношении компании в соответствии с его уставом, или если мажоритарный акционер по отношению к одному из миноритарных акционеров отказался от своего права на подачу ранее предполагавшегося судебного иска.

Если препятствия для осуществления выкупа отсутствуют, суд может приказать одному или трем экспертам составить отчет о стоимости передаваемых акций. Эксперты могут привлекаться для консультирования по стоимости акций или при возникновении процессуальных сложностей по вопросу определения цены. Цена акций определяется на конкретный день, установленный судом.

В целях достижения оптимального баланса интересов между публичным обществом, мажоритарным акционером и миноритарными акционерами аналогичный подход может быть предложен для реализации и в Российской Федерации. Так, в рамках указанного подхода мажоритарному акционеру, который является владельцем более 95% общего количества голосующих акций публичного общества, по решению (на основании решения) суда может быть предоставлено право на принудительное вытеснение миноритарных акционеров, независимо от того, каким способом мажоритарный акционер приобретал указанный уровень контроля. Если контроль был приобретен мажоритарным акционером не на основании публичной оферты, полагаем, что право на вытеснение должно предоставляться судом только при условии, что мажоритарный пакет голосующих акций сконцентрирован в одних руках, а не распределен между несколькими аффилированными между собой лицами. Если мажоритарный пакет голосующих акций находится у нескольких аффилированных между собой лиц, публичная компания все равно будет вынуждена нести расходы на осуществление корпоративных процедур, и их оп-

² Подраздел (9) и (10) раздела 986 части 28 Закона Англии о компаниях (*Companies Act 2006*).

³ Статья 2:92a Гражданского кодекса Нидерландов (*Dutch Civil Code*).

тимизация за счет принудительного вытеснения миноритарных акционеров не представляется оправданной. Кроме того, другим условием для санкционирования судом права мажоритарного акционера на вытеснение может служить долгосрочный характер владения мажоритарным пакетом. Представляется, что предоставление права на принудительный выкуп ценных бумаг должно быть обусловлено долгосрочной стратегией развития компании, предусматривающей концентрацию контроля, сокращение издержек и вытеснение миноритарных акционеров, отказ от публичного статуса и раскрытия информации, прекращение листинга акций. Иными словами, право на вытеснение не должно предоставляться мажоритарному акционеру, если концентрация высокого уровня контроля осуществляется им в спекулятивных целях и носит краткосрочный характер. Подтверждением долгосрочного характера владения мажоритарным пакетом и серьезности намерений мажоритарного акционера может служить, например, его участие в двух проведенных подряд годовых общих собраниях акционеров с пакетом акций, предоставляющим более 95% голосов.

Вопросы для обсуждения

2.1.1. Поддерживаете ли вы возможность предоставления судом мажоритарному акционеру права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров, независимо от того, каким способом мажоритарный акционер приобрел более 95% общего количества голосующих акций публичного общества?

2.1.2. Согласны ли вы с тем, что если контроль приобретен мажоритарным акционером не на основании публичной оферты, условием для предоставления мажоритарному акционеру права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров должна являться концентрация мажоритарного пакета в одних руках?

2.1.3. Согласны ли вы с тем, что если контроль приобретен мажоритарным акционером не на основании публичной оферты, условием для предоставления мажоритарному акционеру права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров должен являться долгосрочный характер владения мажоритарным пакетом?

2.2. Порядок осуществления принудительного выкупа ценных бумаг и возможность введения процедуры предварительного судебного контроля

Согласно статье 35 Конституции Российской Федерации право частной собственности в Российской Федерации охраняется законом. Никто не может быть лишен своего имущества иначе как по решению суда. Принудительное отчуждение имущества для государственных нужд может быть произведено только при условии предварительного и равноценного возмещения.

Институт принудительного выкупа ценных бумаг отклоняется от данного подхода. Выкуп ценных бумаг у миноритарных акционеров осуществляется при достижении установленных статьей 84.8 Закона об акционерных обществах условий без решения суда, что вызывает несогласие миноритарных акционеров с таким регулированием, в том числе в силу стремления мажоритарных акционеров сократить издержки, связанные с получением полного контроля над публичным обществом.

В то же время правомерность функционирования института принудительного выкупа ценных бумаг подтверждена Конституционным Судом Российской Федерации (далее – Консти-

туционный Суд)⁴. Конституционный Суд выразил позицию, согласно которой принудительное отчуждение имущества при условии предварительного и равноценного возмещения возможно для случаев, когда оно осуществляется в целях «общего для акционерного общества блага». В этих случаях вмешательство в право собственности акционеров носит оправданный, не противоречащий Конституции Российской Федерации характер и допускается только при наличии эффективных правовых средств, направленных на преодоление конфликта интересов преобладающего и миноритарных акционеров.

Применительно к процедуре вытеснения Конституционный Суд, основываясь на вынесенном им ранее Постановлении от 24.02.2004 № 3-П, определил, что принудительный выкуп акций у миноритарных акционеров должен осуществляться в надлежащей юридической процедуре, с соблюдением требований законодательства на каждом из ее этапов, в разумные сроки и при обеспечении эффективного судебного контроля – в целях защиты прав миноритарных акционеров как слабой стороны в корпоративных отношениях. В случаях принудительного изъятия имущества у собственника, независимо от оснований такого изъятия должен осуществляться эффективный судебный контроль, который может быть либо предварительным, либо последующим и служить гарантией конституционного принципа неприкосновенности собственности; употребленный в статье 35 Конституции Российской Федерации термин «лишен» означает принудительный характер прекращения права частной собственности и предполагает наличие спора, что в обязательном порядке требует судебного контроля.

Осуществление всестороннего судебного контроля за указанной процедурой подразумевает как оценку правильности определения цены выкупаемых ценных бумаг и наличия убытков у истца, причиненных в связи с ненадлежащим ее определением, так и исследование связанных с принудительным выкупом или возникновением права на такой выкуп фактических обстоятельств, которые могут свидетельствовать о существенном нарушении требований закона или о злоупотреблении правами и влиять на установление справедливой цены за выкупаемые ценные бумаги.

Следует отметить, что в ряде европейских стран реализуется обязательный механизм предварительного судебного контроля. Так, в Германии после предложения о поглощении или обязательного предложения оставшиеся голосующие акции могут быть переданы оффшору, владеющему не менее 95% голосующих акций компании, по его заявлению о передаче акций на основании судебного решения с выплатой остальным акционерам справедливой компенсации. Решение по такому заявлению принимается исключительно областным судом Франкфурта-на-Майне. Суд публикует информацию о поступлении заявления и принимает решение по результатам его рассмотрения не ранее чем через один месяц после опубликования информации. Заявитель и другие акционеры имеют право на апелляцию. Решение суда подлежит исполнению только тогда, когда оно является окончательным (разделы 39а и 39b Закона Германии о приобретении и поглощении ценных бумаг⁵).

Как уже отмечалось ранее, в Нидерландах лицо, опубликовавшее публичную оферту о приобретении акций корпорации, допущенных к организованным торгам, которое приобрело не менее 95% акций, предоставляющих не менее 95% голосов в корпорации, вправе инициировать иск к другим акционерам о принудительной передаче ему своих акций⁶. Производство по выкупу ак-

⁴ Определения Конституционного Суда от 03.07.2007 № 713-О-П по жалобе гражданина Цуркина М. Ю. на нарушение его конституционных прав положениями статьи 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах» во взаимосвязи с частью 5 статьи 7 Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»; № 681-О-П по жалобам граждан Ю. Ю. Колодкина и Ю. Н. Шадеева на нарушение их конституционных прав положениями статьи 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах» во взаимосвязи с частью 5 статьи 7 Федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»; № 714-О-П по жалобе гражданина Петрова А. Ф. на нарушение его конституционных прав положениями статьи 84.8 Федерального закона «Об акционерных обществах».

⁵ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz от 20.12.2001.

⁶ Статья 2:359с Гражданского кодекса Нидерландов (Dutch Civil Code).

ций возбуждается в форме судебного приказа, вручаемого мажоритарным акционером остальным миноритарным акционерам. Торговая палата Апелляционного суда Амстердама в первой инстанции принимает решение о том, обязаны ли миноритарные акционеры продавать свои акции, и если суд приходит к выводу, что такая обязанность существует, то устанавливает цену выкупа на день, определенный судом. Суд для определения цены выкупа может привлечь одного или трех экспертов для определения стоимости выкупаемых ценных бумаг. Стороны могут обжаловать это решение только в кассационной инстанции (Верховном суде Нидерландов). Выкуп акций в этом случае осуществляется только после того, как судебное решение становится окончательным.

Основываясь на положениях статьи 35 Конституции Российской Федерации и правовой позиции Конституционного Суда в Российской Федерации также может быть установлен механизм предварительного судебного контроля за осуществлением процедуры принудительного выкупа ценных бумаг.

Предварительный судебный контроль будет означать, что суд по заявлению лица, приобретшего более 95% голосующих акций публичного общества, намеренного осуществить выкуп ценных бумаг, будет рассматривать вопрос о наличии у такого лица права требовать выкупа ценных бумаг, в том числе осуществлять проверку факта приобретения мажоритарным акционером не менее 10% голосующих акций на основании добровольного или обязательного предложения, обеспечивать определение справедливой цены выкупа ценных бумаг для миноритарных акционеров, а также определять справедливость иных условий осуществления выкупа. Предварительный судебный контроль может быть реализован в форме рассмотрения судом иска, в котором заявителем (истцом) выступает мажоритарный акционер, а ответчиками – миноритарные акционеры публичного общества. В этом случае представляется необходимым установить правила, обязывающие мажоритарного акционера заблаговременно уведомить миноритарных акционеров о намерении обратиться с таким иском в суд. Соответствующее уведомление может быть направлено мажоритарным акционером в публичное общество в письменной форме с тем, чтобы публичное общество разместило (опубликовало) указанное уведомление на своем сайте в сети Интернет и направило его в «каскадном порядке» владельцам ценных бумаг, права которых учитываются номинальными держателями.

Начало процедуры выкупа ценных бумаг в таком случае может быть обусловлено вынесением судебного акта, определяющего справедливую цену выкупа, подтверждающего наличие права мажоритарного акционера требовать выкупа ценных бумаг и справедливости иных условий осуществления выкупа.

Стоит обратить внимание, что достижение установленных статьей 84.8 Закона об акционерных обществах условий для осуществления выкупа ценных бумаг может обеспечиваться за счет искусственных манипуляций: условие о приобретении не менее 10% общего количества голосующих акций публичного общества на основании добровольного или обязательного предложения может достигаться мажоритарным акционером за счет приобретения ценных бумаг у связанных с ним или дружественных ему лиц, которые формально не подпадают под установленные законодательством Российской Федерации критерии аффилированности. В таком случае данное требование становится простой формальностью.

Также действующее регулирование позволяет учитывать в составе мажоритарного пакета в целях определения достижения необходимого уровня владения голосующими акциями публичного общества «квазиказначейские» акции. Владельцами «квазиказначейских» акций являются юридические лица (организации), подконтрольные публичному обществу, ценные бумаги которого будут подлежать выкупу. Такие акции включаются в периметр (состав) мажоритарного пакета в силу возникновения формальных оснований аффилированности (признаков группы лиц) между лицом, намеревающимся осуществить выкуп ценных бумаг, публичным обществом, ценные бумаги которого выкупаются, и подконтрольными ему организациями, владеющими акциями публичного общества. При этом лицо, сделавшее публичную оферту и намеревающееся осуществить выкуп ценных бумаг, как правило, не тратит своих ресурсов (ресурсов своей груп-

пы лиц) на приобретение «квазиказначейских» акций, но с их помощью достигает необходимого уровня концентрации корпоративного контроля для получения права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров. Иными словами, искусственное завышение мажоритарного пакета за счет «квазиказначейских» акций приводит к тому, что соответствующее лицо не платит действительную рыночную цену за получение права выкупа ценных бумаг публичного общества. В связи с этим представляется более справедливым не принимать во внимание «квазиказначейские» акции и не учитывать их в составе мажоритарного пакета для целей проверки наличия у лица права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров.

По нашему мнению, оценка судом справедливости условий выкупа ценных бумаг на начальном этапе осуществления этой процедуры будет выступать гарантией защищенности акционеров от недобросовестных действий лица, реализующего право требовать выкупа ценных бумаг, в том числе и по причине сложности доказывания миноритарными акционерами причинения им убытков в связи с выкупом ценных бумаг. Также предварительная судебная проверка наличия у мажоритарного акционера права на принудительное вытеснение миноритарных акционеров позволит эффективно выявлять и предотвращать выкуп ценных бумаг в условиях искусственного установления контроля над публичным обществом.

Полагаем необходимым рассмотреть также вопрос относительно компетенции и специализации суда, который может быть наделен полномочиями по рассмотрению заявлений лиц, приобретших более 95% голосующих акций публичного общества, намеренных осуществить выкуп ценных бумаг. Осуществление предварительного судебного контроля за процедурой принудительного выкупа ценных бумаг повлечет расширение компетенции и увеличит нагрузку на судебную систему. Вместе с тем, учитывая текущую ситуацию с инициированием процедуры вытеснения, количество таких дел в масштабах всей страны не должно быть существенным. Так, количество рассмотренных Банком России требований о выкупе ценных бумаг составило: за 2018 год – 114 единиц, за 2019 год – 128 единиц, за 11 месяцев 2020 года – 100 единиц.

Полагаем наиболее оптимальным возложение полномочий по осуществлению предварительного судебного контроля за принудительным выкупом ценных бумаг на специализированные суды, при этом обжалование вынесенного специализированным судом судебного акта осуществлять непосредственно в Верховном Суде Российской Федерации. Такой подход будет способствовать сокращению временных затрат на выкуп ценных бумаг, а также будет соответствовать вышеприведенной практике по рассмотрению дел, касающихся выкупа ценных бумаг, в Германии и Нидерландах.

Вопросы для обсуждения

2.2.1. *Считаете ли вы целесообразным введение предварительного судебного контроля за процедурой принудительного выкупа ценных бумаг?*

2.2.2. *Согласны ли вы с реализацией механизма предварительного судебного контроля в форме рассмотрения судом иска, в котором заявителем (истцом) выступает мажоритарный акционер, а ответчиками – миноритарные акционеры?*

2.2.3. *Поддерживаете ли вы осуществление предварительного судебного контроля специализированным судом?*

2.2.4. *Поддерживаете ли вы обжалование судебного решения, вынесенного в рамках осуществления предварительного судебного контроля, непосредственно в Верховном Суде Российской Федерации?*

2.2.5. *Считаете ли вы правомерным учет «квазиказначейских» акций в составе мажоритарного пакета в целях определения достижения необходимого уровня владения голосующими акциями публичного общества? Согласны ли вы с исключением таких акций из состава мажоритарного пакета в целях определения наличия права требовать выкупа ценных бумаг публичного общества?*

2.3. Порядок определения цены выкупаемых ценных бумаг

Как уже было отмечено, ключевыми и самыми острыми вопросами в процедуре принудительного выкупа ценных бумаг у миноритарных акционеров являются порядок определения цены выкупаемых ценных бумаг и обеспечение выкупа по справедливой цене.

Законом об акционерных обществах установлен ряд требований⁷, которым должна соответствовать цена выкупаемых ценных бумаг. Так, указанная цена не должна быть ниже:

- рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, определенной оценщиком;
- цены, по которой ценные бумаги приобретались на основании публичной оферты (соответствующего добровольного или обязательного предложения), в результате которой мажоритарный акционер консолидировал более 95% общего количества голосующих акций публичного общества;
- наибольшей цены, по которой мажоритарный акционер или его аффилированные лица приобрели либо обязались приобрести ценные бумаги после истечения срока принятия публичной оферты, в результате которой мажоритарный акционер консолидировал более 95% общего количества голосующих акций публичного общества.

Таким образом, действующее регулирование стремится обеспечить выкуп ценных бумаг по справедливой цене, которая должна быть не ниже их рыночной стоимости. Поскольку перед принудительным выкупом компания перестает отвечать критериям ликвидности рынка, рыночная стоимость выкупаемых ценных бумаг в обязательном порядке определяется независимым оценщиком. При этом цена выкупа должна соотноситься с ценой приобретения ценных бумаг в период концентрации контроля над компанией, в том числе учитывать наибольшую цену, по которой мажоритарный акционер приобретал или обязался приобрести ценные бумаги после реализации публичной оферты. Следует также отметить отсутствие определенности в вопросе о том, на какую дату оценщиком должна определяться рыночная стоимость выкупаемых ценных бумаг.

Вместе с тем мажоритарные акционеры при концентрации контроля над компанией пользуются несовершенством действующего регулирования, предпринимая действия по сокращению расходов на этапе направления публичной оферты. Занижение цены происходит на этапе составления отчета независимого оценщика для целей приобретения ценных бумаг в рамках публичной оферты⁸. С целью обхода требования о соответствии цены приобретаемых на основании обязательного предложения ценных бумаг наибольшей цене по сделкам за шесть месяцев, предшествующих направлению обязательного предложения, лица, обязанные направить обязательное предложение, не исполняют такую обязанность своевременно, а по истечении шестимесячного срока направляют обязательное предложение по заниженной цене⁹.

Также, как показывает практика, рыночная стоимость выкупаемых ценных бумаг, определенная разными оценщиками, может существенно различаться, в том числе в зависимости от ис-

⁷ Пункт 4 статьи 84.8 Закона об акционерных обществах.

⁸ Судебные акты по делу А40-58 574/2018, в частности Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 05.03.2020 № 09АП-5393/20 и решение Арбитражного суда г. Москвы от 19.12.2019, Постановление Арбитражного суда Московского округа от 05.11.2015 № Ф05-13 358/14 по делу № А40-94 716/2013, Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 07.11.2012 № ВАС-14 324/12.

⁹ Многочисленные судебные акты о взыскании убытков с ООО «Евросибэнерго-гидрогенерация», причиненных акционерам в результате направления обязательного предложения о приобретении акций ПАО «Иркутскэнерго» по заниженной цене (постановления Арбитражного суда Восточно-Сибирского округа от 07.07.2020 № Ф02-1765/20 по делу № А19-25 726/2018, от 30.06.2020 № Ф02-2836/20 по делу № А19-6229/2019, решения Арбитражного суда Иркутской области от 19.12.2019 по делу № А19-16 950/2017, от 10.12.2019 по делу № А19-23 569/2018, от 28.11.2019 по делу № А19-9378/2017 и др.).

пользуемых подходов к оценке¹⁰. В связи с этим возникает вопрос о действительной справедливой стоимости возмещения за принудительное изъятие ценных бумаг по цене, основанной на рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, определенной независимым оценщиком.

Суды при рассмотрении споров, касающихся определения стоимости выкупаемых ценных бумаг, придерживаются подхода, определенного Высшим Арбитражным Судом Российской Федерации¹¹, который указал на необходимость определения стоимости одной выкупаемой акции в составе 100%-ного пакета без корректировки на миноритарный или мажоритарный пакет.

Как отмечено Конституционным Судом¹² оценка стоимости принудительно выкупаемых акций независимым оценщиком отличается от основанного на последовательном применении принципа свободы договора рыночного определения цены акции (то есть в процессе обращения акций на полностью неискаженном рынке ценных бумаг): с одной стороны, утрата миноритарными акционерами корпоративного контроля уменьшает стоимость принудительно выкупаемых акций, с другой стороны – получение акционером, имеющим право на принудительный выкуп, всеобъемлющего контроля над деятельностью общества способствует повышению их стоимости. При этом возрастает значение субъективных факторов оценки стоимости выкупаемых акций в ущерб объективным ее показателям и, следовательно, не во всех случаях может быть обеспечено определение действительной стоимости акций и, соответственно, установление их справедливой цены. Такие неблагоприятные имущественные последствия, связанные с принудительным выкупом акций у миноритарных акционеров, не должны непропорционально и несправедливо перелagаться на них как слабую сторону при рассмотрении соответствующих споров в возникающих правоотношениях.

Миноритарным акционерам, на которых лежит бремя доказывания убытков, как правило, сложно доказать причинение им убытков. Миноритарные акционеры не располагают достаточными материальными и административными ресурсами для защиты своих интересов при определении стоимости выкупаемых ценных бумаг, не имеют возможности привести доказательства, подтверждающие рыночную стоимость ценных бумаг, в том числе в связи с отсутствием доступа к соответствующим документам публичного общества, не имеют возможности провести экспертизу стоимости ценных бумаг¹³. При этом суды, принимая решение об отказе в удовлетворении иска, аргументируют свою позицию недоказанностью истцом причинения убытков¹⁴.

В условиях принудительного вытеснения миноритарных акционеров важно обеспечивать справедливость условий прекращения их участия в уставном капитале. В существующих ре-

¹⁰ Например, Постановление Арбитражного суда Московского округа от 18.04.2019 № Ф05-3181/19 по делу № А40-125 543/2018, Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 20.05.2015 № Ф09-2151/2015 по делу № А47-7834/2010, Постановление Семнадцатого Арбитражного апелляционного суда от 23.08.2016 № 17АП-9493/2016 по делу № А50-29 333/2015, Постановление Первого арбитражного апелляционного суда от 10.06.2019 № 01АП-554/2015 по делу А79-10 168/2014, Постановление Арбитражного суда Московского округа от 18.04.2019 по делу № А40-125 543/2018, Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 17.02.2016 № 13АП-32 202 по делу № А-56-86 402/2014, Постановление Арбитражного суда Центрального округа от 06.04.2016 № Ф10-5370/10 по делу А08-2788/2008, Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 20.05.2015 № Ф09-2151/2015 по делу № А47-7834/2010.

¹¹ Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 13.09.2011 № 443/11.

¹² Определение Конституционного Суда от 03.07.2007 № 681-О-П.

¹³ В судебной практике имеются дела, в рамках которых суды отказывали в удовлетворении ходатайства о проведении судебной экспертизы, если истцами не внесены денежные средства на депозитный счет суда (например, решения Арбитражного суда г. Москвы от 07.02.2018 по делу № А40-216 237/17 и от 16.06.2014 по делу № А40-10 102/2014).

¹⁴ Например, Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 02.12.2019 № 13АП-30 841/19 по делу № А56-100 370/2018, Решение Арбитражного суда Красноярского края от 14.05.2019 по делу № А33-31 306/2018, Постановление Арбитражного суда Московского округа от 03.08.2018 № Ф05-11 789/2018 по делу № А40-149 587/2017, Постановление ФАС Московского округа от 09.10.2009 № КГ-А40/7435-09 по делу № А40-49 571/08-100-404, Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 03.02.2017 № Ф09-11 794/2016 по делу № А76-801/2016.

лиях доверие к институту принудительного выкупа может быть повышено за счет использования дополнительных механизмов, подтверждающих справедливость цены выкупа.

В связи с этим представляется возможным рассматривать вопрос установления обоснованной и справедливой цены выкупа ценных бумаг в рамках введения механизма предварительного судебного контроля за процедурой принудительного вытеснения миноритарных акционеров. Предварительный судебный контроль может означать привлечение судом для определения цены выкупаемых ценных бумаг независимого оценщика. В таком варианте к компетенции суда, по нашему мнению, должно относиться привлечение оценщика (оценочной компании) для определения рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, а также рассмотрение и утверждение результатов проведенной оценки. Для этих целей судом могут дополнительно привлекаться эксперты. Полагаем, что в этой связи выплата денежных сумм, в том числе вознаграждения, причитающихся независимым оценщикам и экспертам, которые привлекаются судом, должна осуществляться за счет средств мажоритарного акционера путем их внесения на депозитный счет арбитражного суда.

В качестве альтернативного варианта представляется возможным привлечение судом для определения рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг независимого оценщика на основании тендера (отбора), проведенного Банком России. Однако, как и в случае с привлечением независимого оценщика судом, оплата услуг независимого оценщика должна осуществляться за счет средств мажоритарного акционера, например путем внесения денежных средств на специальный счет Банка России или предоставления банковской гарантии.

При этом для проведения независимой оценки и определения справедливой цены выкупа мажоритарный акционер и публичное общество должны обеспечивать предоставление оценщику всей необходимой информации.

Учитывая статус и задачи института независимых директоров в публичных компаниях, другим дополнительным механизмом, способствующим определению справедливой цены выкупаемых ценных бумаг, может являться привлечение к определению цены выкупа независимых членов совета директоров (наблюдательного совета) публичного общества, ценные бумаги которого будут подлежать выкупу. В рамках такого механизма мажоритарный акционер может уведомить публичное общество о намерении провести процедуру вытеснения и запросить определение цены выкупа. В этом случае независимые члены совета директоров (наблюдательного совета) публичного общества в разумный срок должны обеспечить привлечение независимого оценщика для проведения оценки рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг, а после ее завершения – определить цену выкупа ценных бумаг. Соответствующее решение может приниматься независимыми директорами единогласно или квалифицированным большинством голосов. При отсутствии или недостаточном количестве (менее трех) независимых директоров в публичном обществе решение по вопросу о цене выкупаемых ценных бумаг может приниматься единогласно всеми членами совета директоров (наблюдательного совета) публичной компании. Полагаем, что применение указанного механизма может осуществляться в отношении публичных обществ, акции которых включены в котировальные списки первого и второго уровней, в состав совета директоров (наблюдательного совета) которых входят независимые директора.

Следует также отметить, что установление обязанности по привлечению мажоритарным акционером для определения рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг независимого оценщика по результатам тендера (отбора), проведенного Банком России, может использоваться в качестве дополнительного механизма, направленного на обеспечение выкупа ценных бумаг по справедливой цене.

Вопросы для обсуждения

2.3.1. Поддерживаете ли вы определение обоснованности и справедливости цены выкупаемых ценных бумаг в рамках предварительного судебного контроля за процедурой вытеснения?

2.3.2. Согласны ли вы с тем, что при осуществлении предварительного судебного контроля суд должен:

- а) привлекать для определения справедливой цены выкупа ценных бумаг независимого оценщика, а по результатам проведенной оценки утверждать ее результаты;
- б) привлекать для определения рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг независимого оценщика по результатам тендера (отбора), проведенного Банком России?

2.3.3. Поддерживаете ли вы дополнительный механизм, предусматривающий участие независимых директоров публичного общества, ценные бумаги которого подлежат выкупу, в определении справедливой цены выкупаемых ценных бумаг?

2.3.4. Какие из следующих вариантов в рамках реализации дополнительного механизма, предусматривающего участие независимых директоров публичного общества, ценные бумаги которого подлежат выкупу, в определении справедливой цены выкупаемых ценных бумаг вы поддерживаете?

- а) Принятие соответствующего решения по вопросу о цене выкупа единогласно всеми независимыми директорами публичного общества.
- б) Принятие соответствующего решения по вопросу о цене выкупа квалифицированным большинством голосов независимых директоров публичного общества.
- в) При отсутствии или недостаточном количестве (менее трех) независимых директоров в публичном обществе принятие соответствующего решения по вопросу о цене выкупа единогласно всеми членами совета директоров (наблюдательного совета) публичного общества.

2.3.5. Поддерживаете ли вы дополнительный механизм, предусматривающий установление обязанности по привлечению мажоритарным акционером для определения рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг независимого оценщика по результатам тендера (отбора), проведенного Банком России?

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

Реализация процедур поглощения должна обеспечивать баланс интересов участников корпоративных отношений при смене и консолидации контроля в публичном обществе. При этом консолидация контроля может осуществляться путем как приобретения голосующих акций публичного общества (прямой контроль), так и получения права распоряжаться голосами, принадлежащими на голосующие акции публичной компании. Во втором случае лицо, которое получает право распоряжаться голосами, вообще может не являться акционером публичного общества и реализовывать указанное право через свои подконтрольные организации (косвенный контроль). В европейском праве правила поглощения учитывают получение лицом как прямого, так и косвенного контроля над компанией, являющейся объектом поглощения, в том числе осуществляемого совместно с иными лицами.

Напротив, законодательство Российской Федерации (глава XI. 1 Закона об акционерных обществах) рассматривает в качестве основания для запуска механизмов, направленных на обеспечение баланса интересов при поглощении, только непосредственное приобретение голосующих акций публичного общества лицом совместно с его аффилированными лицами. При приобретении возможности косвенного распоряжения голосами (через подконтрольных лиц) или распоряжения голосами на основании гражданско-правового договора без приобрете-

ния акций контролирующее лицо получает все преимущества и выгоды, связанные с обладанием высоким уровнем контроля, но при этом не предоставляет миноритарным акционерам возможности по прекращению участия в таком обществе, избегая исполнения обязанности по направлению обязательного предложения или выкупа акций по процедуре, предусмотренной статьей 84.7 Закона об акционерных обществах. Вместе с тем такое лицо лишено и возможности воспользоваться процедурой принудительного выкупа ценных бумаг.

Таким образом, не во всех случаях приобретения лицом права определять решения публичного общества акционерам предоставляется возможность продать такому лицу принадлежащие им акции и прекратить участие в обществе, что влечет возникновение корпоративных конфликтов и не обеспечивает надлежащего баланса интересов при осуществлении поглощения. В таком случае косвенное или совместное распоряжение голосами становится экономически более выгодным, а приобретение голосующих акций публичного общества может замещаться получением косвенного контроля над обществом либо через третьих лиц, либо в силу совершаемых сторонами гражданско-правовых сделок (договор репо, передача ценных бумаг в залог или в доверительное управление, корпоративный договор и другое).

В этой связи предлагается рассмотреть возможность распространения соответствующих правил главы XI. 1 Закона об акционерных обществах, в том числе обязанности по направлению обязательного предложения и права осуществить принудительный выкуп ценных бумаг, на лиц, которые получают определенный уровень контроля, независимо от того, каким образом (прямо или косвенно, самостоятельно или совместно с иными лицами) такие лица распоряжаются голосами, приходящимися на голосующие акции публичного общества.

Применение такого подхода потребует обеспечения адекватного механизма контроля за осуществляемыми процедурами, условий и компетенции для установления и квалификации наличия соответствующего уровня контроля. Осуществление такого контроля, по нашему мнению, может быть отнесено к компетенции суда либо Банка России.

При обсуждении данного вопроса следует учитывать, что на практике могут возникать ситуации, когда участниками рассматриваемых правоотношений совершаются недобросовестные действия, которые формально не противоречат букве закона, но не соответствуют его духу¹⁵, а также совершаются сделки, фактические цели и последствия которых не соответствуют декларируемым¹⁶, что может подпадать под понятия злоупотребления правом и мнимых сделок. При этом российское законодательство исходит из того, что квалификация злоупотребления правом и мнимости сделок, а также оценки последствий совершения данных действий находится в компетенции судов.

Представляется, что в случае наделения соответствующей компетенцией Банка России последний должен иметь широкий спектр полномочий по установлению наличия косвенного контроля и оценке фактов, которые могут свидетельствовать о его наличии, в том числе иметь возможность применять мотивированное суждение по вопросу о наличии контроля, а также использовать механизмы, направленные на обеспечение сотрудничества участников правоотношений по установлению соответствующих фактов.

¹⁵ Обеспечение приобретения крупным акционером более 75% общего количества голосующих акций публичного общества путем реализации преимущественного права приобретения акций дополнительного выпуска, размещаемых путем открытой подписки, по цене выше рыночной. В данном случае исключается обязанность по направлению обязательного предложения, исключается или минимизируется участие в реализации преимущественного права миноритарных акционеров. Соответственно, создаются условия для дополнительной эмиссии в пользу контролирующего акционера без обязанности направить обязательное предложение. Приобретение крупным акционером совместно с его аффилированным лицом более 75% общего количества голосующих акций без объявления публичной оферты за счет приобретения таким аффилированным лицом казначейских акций у общества как у аффилированного лица.

¹⁶ Например, контролирующие лица консолидируют 95% голосующих акций публичного общества, в дальнейшем осуществляя отчуждение 10% голосующих акций формально не аффилированному с ним третьему лицу и обратную покупку этих акций через добровольное предложение, получая при этом право принудительно вытеснить миноритарных акционеров по произвольно определенной цене.

Вопросы для обсуждения

2.4.1. Поддерживаете ли вы распространение правил главы XI. 1 Закона об акционерных обществах на лица, 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?

2.4.2. Суд или Банк России, по вашему мнению, должен определять наличие у лица косвенного контроля для применения к этому лицу соответствующих правил главы XI. 1 Закона об акционерных обществах?

2.4.3. Поддерживаете ли вы применение Банком России мотивированного суждения при определении наличия у лица определенного уровня контроля в публичном обществе?

2.5. Иные условия принудительного выкупа ценных бумаг

При осуществлении принудительного выкупа ценных бумаг возникает также ряд точечных проблем, которые в целом могут оказывать влияние на справедливость условий выкупа ценных бумаг для миноритарных акционеров.

2.5.1. Оценка одной выкупаемой ценной бумаги в составе 100%-ного пакета

Выкуп ценных бумаг осуществляется по цене не ниже рыночной стоимости, которая должна быть определена оценщиком. Практика направления требований о выкупе ценных бумаг показала тенденцию к определению цены одной акции, выкупаемой на основании требования о выкупе, в составе миноритарного пакета, что позволяло применить скидку на отсутствие контроля и приводило к занижению определяемой оценщиком рыночной стоимости выкупаемых акций. Однако использование такого подхода к определению цены выкупа ценных бумаг в случае принудительного вытеснения миноритарных акционеров не обеспечивает миноритарным акционерам выкуп по справедливой рыночной цене.

В отношении ценных бумаг, не обращающихся на организованных торгах или обращающихся на организованных торгах менее шести месяцев, приобретаемых на основании обязательного предложения, пунктом 4 статьи 84.2 Закона об акционерных обществах установлено, что оценщик оценивает рыночную стоимость одной соответствующей акции (иной ценной бумаги). В отношении выкупаемых ценных бумаг подобная конкретизация отсутствует.

Согласно сложившейся правоприменительной практике, основанной в том числе на позиции Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации¹⁷, стоимость одной выкупаемой акции должна определяться в составе 100%-ного пакета без корректировки на миноритарный или мажоритарный пакет, так как только при таких условиях может быть определена единая цена для всех акционеров без учета размера пакета.

В связи с этим представляется целесообразным закрепить на законодательном уровне данное условие об оценке в отношении выкупаемых ценных бумаг.

Вопрос для обсуждения

2.5.1.1. Согласны ли вы с включением в Закон об акционерных обществах положений о необходимости определения в отчете независимого оценщика рыночной стоимости одной выкупаемой акции в составе 100%-ного пакета без корректировки на миноритарный или мажоритарный пакет?

¹⁷ Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 13.09.2011 № 443/11.

2.5.2. Дата, на которую определяется рыночная стоимость выкупаемых ценных бумаг

Выкуп ценных бумаг осуществляется по цене не ниже рыночной стоимости, которая должна быть определена оценщиком. Специальные требования к отчету оценщика об оценке рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг Законом об акционерных обществах не установлены. В соответствии со статьей 12 Федерального закона от 29.07.1998 № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» итоговая величина рыночной или иной стоимости объекта оценки, указанная в отчете об оценке, признается достоверной и рекомендуемой для целей совершения сделки с объектом оценки, если в порядке, установленном законодательством Российской Федерации, или в судебном порядке не установлено иное. Итоговая величина рыночной стоимости объекта оценки, определенная в отчете, является рекомендуемой для совершения сделки в течение шести месяцев с даты составления отчета. Требования к дате, на которую независимым оценщиком определяется рыночная стоимость ценных бумаг, законодательством Российской Федерации в настоящее время не установлены. Ранее для случаев обязательной оценки применялось правило, согласно которому с даты оценки до даты составления отчета об оценке должно было пройти не более трех месяцев, за исключением случаев, когда законодательством Российской Федерации установлено иное¹⁸.

При этом дата, на которую независимым оценщиком определяется рыночная стоимость ценных бумаг для целей выкупа, может существенно отличаться как от даты составления отчета об оценке, так и от даты направления мажоритарным акционером требования о выкупе ценных бумаг.

Подобный «разбег» в датах при проведении оценки рыночной стоимости ценных бумаг позволяет определять наиболее удобную дату оценки с наименьшей стоимостью ценных бумаг и злоупотреблять правами со стороны крупного акционера.

В этой связи предлагается на законодательном уровне установить требования к дате, на которую независимым оценщиком должна определяться рыночная стоимость ценных бумаг для целей выкупа.

Полагаем, что оценка рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг должна производиться на дату не ранее двух месяцев до даты направления требования о выкупе ценных бумаг. Указанные временные рамки представляются оптимальными, поскольку определенная в рамках указанного периода цена будет отражать стоимость компании непосредственно перед процедурой выкупа. При этом стоимость ценных бумаг в условиях концентрации контроля над ней будет зафиксирована при направлении публичной оферты.

Вопросы для обсуждения

2.5.2.1. Поддерживаете ли вы 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?

2.5.2.2. Можете ли вы предложить иной способ решения проблемы, связанной с определением даты, на которую независимым оценщиком производится оценка рыночной стоимости выкупаемых ценных бумаг?

2.5.3. Возмещение убытков в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг

Пунктом 8 статьи 84.8 Закона об акционерных обществах закреплено право владельца ценных бумаг, не согласившегося с ценой выкупаемых ценных бумаг, обратиться в арбитражный суд с иском о возмещении убытков, причиненных в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг. Суды, удовлетворяя исковые требования, выносят судебные

¹⁸ Пункт 8 Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки» (ФСО № 1), утвержденного приказом Минэкономразвития России от 20.07.2007 № 256 (утратил силу).

акты только в пользу истца, тогда как требование о выкупе затрагивает права всех акционеров, акции которых выкупаются.

Установление судом факта причинения истцу убытков в связи с ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг в целом свидетельствует о ненадлежащем определении цены выкупаемых ценных бумаг. Однако установление данных обстоятельств не влечет правовых последствий для всех тех лиц (бывших владельцев), у которых ценные бумаги были выкуплены по несправедливой цене. Фактически складывается ситуация, когда при подтверждении судом несправедливости цены принудительного выкупа права акционеров, ценные бумаги которых были выкуплены, остаются незащищенными.

Использование существующих в настоящее время институтов защиты прав и интересов группы лиц, предусмотренных главой 28.2 Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации и главой 22.3 Гражданского процессуального кодекса Российской Федерации, не позволяет обеспечить возможность устранения негативных последствий от ненадлежащего определения цены выкупа для всех лиц, которые являлись владельцами ценных бумаг, выкупленных по несправедливой цене. В связи с этим предлагается установить на законодательном уровне механизм, обеспечивающий 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. Представляется целесообразным установить обязанность мажоритарного акционера после вступления в силу решения суда о возмещении убытков, причиненных ненадлежащим определением цены выкупаемых ценных бумаг, обратиться к иным вытесненным принудительно акционерам через общество с предложением направлять заявления о выплате им указанной стоимостной разницы. При этом возможно предусмотреть обязанность мажоритарного акционера представлять в Банк России отчет об исполнении данной обязанности.

Вопрос для обсуждения

2.5.3.1. *Согласны ли вы с возможностью установления 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?*

2.5.4. Перечисление денежных средств за выкупаемые ценные бумаги

В соответствии с пунктами 7 и 7.1 статьи 84.8 Закона об акционерных обществах выплата денежных средств за выкупаемые ценные бумаги публичного общества осуществляется на банковские счета лиц, в том числе номинальных держателей, зарегистрированных в реестре акционеров публичного общества, а при отсутствии информации об указанных банковских счетах денежные средства подлежат перечислению в депозит нотариуса по месту нахождения публичного общества. Принимаемые в депозит нотариуса денежные средства подлежат зачислению на публичный депозитный счет, который нотариус обязан открыть в российской кредитной организации в соответствии с параграфом 4 главы 45 Гражданского кодекса Российской Федерации. Денежные средства депонируются на публичном депозитном счете в пользу определенных лиц (бенефициаров), сведения о которых указываются мажоритарным акционером (депонентом) в заявлении о перечислении денежных средств в депозит нотариуса. Зачисление нотариусом на публичный депозитный счет собственных денежных средств, а также арест, приостановление операций и списание денежных средств, находящихся на публичном депозитном счете, по обязательствам нотариуса перед его кредиторами и по обязательствам бенефициара или депонента не допускаются. О поступлении денежных средств

нотариус извещает бенефициаров и по их требованию выдает им причитающиеся денежные средства. Бенефициар вправе потребовать от нотариуса перечисления (выдачи) бенефициару денежных средств с публичного депозитного счета по основаниям и в порядке, которые предусмотрены законом.

Таким образом, в ситуации, когда у должника отсутствуют сведения о банковских счетах кредиторов для перечисления на них денежных средств, внесение денежных средств в депозит нотариуса является надежным и достаточно эффективным способом исполнения денежного обязательства. Вместе с тем следует отметить, что такой способ не является единственно возможным. Так, например, в случае учета прав на ценные бумаги депозитарием, выступающим номинальным держателем, доходы по таким ценным бумагам и иные причитающиеся владельцам таких ценных бумаг выплаты (в том числе денежные суммы, полученные от погашения ценных бумаг, денежные суммы, полученные от выпустившего ценные бумаги лица в связи с их приобретением указанным лицом, или денежные суммы, полученные в связи с их приобретением третьим лицом) зачисляются на специальный депозитарный счет, открываемый депозитарием в кредитной организации. На денежные средства, находящиеся на специальном депозитарном счете, не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария. Депозитарий не вправе зачислять собственные денежные средства на специальный депозитарный счет, за исключением случаев их выплаты владельцу ценных бумаг (депоненту), а также использовать в своих интересах денежные средства, находящиеся на специальном депозитарном счете.

В случае когда права владельцев на выкупаемые ценные бумаги учитываются в реестре владельцев ценных бумаг публичного общества, в качестве альтернативы внесению денежных средств в депозит нотариуса и по аналогии с зачислением денежных средств на специальный депозитарный счет может быть предложен механизм, предусматривающий зачисление денежных средств на выкупаемые ценные бумаги на специальный регистраторский счет. При этом режим специального регистраторского счета должен быть аналогичен режиму специального депозитарного счета. Так, регистратор не должен иметь права зачислять на такой специальный счет свои денежные средства, и на денежные средства, находящиеся на этом специальном счете, не должно быть разрешено обращать взыскание по обязательствам регистратора. В случае когда права владельцев на выкупаемые ценные бумаги учитываются в депозитарии, в качестве альтернативы внесению денежных средств в депозит нотариуса может быть предложен механизм, предусматривающий зачисление денежных средств за выкупаемые ценные бумаги на специальный депозитарный счет, открываемый центральным депозитарием. Полагаем, что механизм перечисления денежных средств за выкупаемые ценные бумаги на указанные специальный регистраторский счет и (или) специальный депозитарный счет центрального депозитария будет менее затратным для мажоритарного акционера и более удобным с точки зрения получения лицами, являвшимися владельцами выкупленных ценных бумаг, причитающихся им денежных средств.

Вопрос для обсуждения

2.5.4.1. *Поддерживаете ли вы в качестве альтернативы внесению денежных средств в депозит нотариуса перечисление денежных средств за выкупаемые ценные бумаги на специальный регистраторский счет и (или) специальный депозитарный счет центрального депозитария?*

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Институт принудительного выкупа ценных бумаг вызывает серьезные проблемы в корпоративной практике, которые остаются неразрешенными на протяжении длительного времени. Подходы к реформированию данного института обсуждаются давно и порождают множество споров, участники правоотношений не могут достичь консенсуса по многим ключевым вопросам.

Важно создание благоприятной правовой среды для функционирования института принудительного выкупа ценных бумаг, существование которого признано правомерным в различных юрисдикциях, обеспечение защиты прав миноритарных акционеров, а также баланса интересов всех участников данных правоотношений. Реформирование данного института должно способствовать повышению инвестиционной привлекательности не только российских публичных обществ, но и российской юрисдикции в целом.