

## МЕЖДУНАРОДНОЕ ЧАСТНОЕ ПРАВО

### Способы защиты от недружественных поглощений

*Арутюнова К. Г.\**

Несмотря на улучшение прозрачности российского рынка слияний и поглощений, более равномерное распределение общего объема сделок между отраслями, позитивные тенденции в развитии рынка частных инвестиций<sup>1</sup>, в РФ преобладают недружественные поглощения, квалифицирующим признаком которых является злоупотребление субъективными правами. Законодательное закрепление основных вопросов корпоративного, антимонопольного права и норм об ответственности также не способствовало уменьшению числа недружественных поглощений<sup>2</sup>. «Терминология нашего законодательства в отношении акционерных товариществ совершенно не выдержана», – писал Г.Ф. Шершеневич<sup>3</sup>. Действительно, российское законодательство, обозначая в качестве слияний и поглощений экономические процессы, отражающие переход права собственности, не содержит точного правового определения понятий. Статьей 16 Федерального закона РФ «Об

\* Арутюнова Карина Георгиевна – аспирант кафедры международного частного и гражданского права МГИМО (У) МИД России.

<sup>1</sup> Аналитический обзор аудиторской компании КРМГ: «Рынок слияний и поглощений в России в первой половине 2006 г.». С. 3.

<sup>2</sup> По мнению Председателя Комитета Государственной думы по собственности В.С. Плескачевского, в России нет института защиты прав собственника акций и захват предприятия сводится к захвату реестра. Вторая проблема в сфере захвата предприятий связана с оспариванием защиты добросовестных приобретателей. «...Доказывать нарушения при сделке должен бывший собственник, и, если это ему удастся, он может претендовать только на материальную компенсацию». (<http://www.allmedia.ru/newsitem.asp?id=767167>).

<sup>3</sup> Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права. М. 1994. С. 138-139.

акционерных обществах» № 231-ФЗ (ФЗ «Об АО») слияние определяется в качестве одной из форм реорганизации юридического лица<sup>4</sup>. Под поглощением в Кодексе корпоративного поведения РФ, носящем рекомендательный характер, понимается приобретение 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества<sup>5</sup>. Признаком, отличающим в РФ слияние от поглощения представляется обоснованное отнесение поглощения к сделкам, носящим обязательственный характер<sup>6</sup>, и сохранение в результате поглощения статуса юридического лица<sup>7</sup>.

Недружественные поглощения реализуются в РФ посредством подкупа генерального директора общества, проведения общего собрания акционеров (ОСА) с нарушением установленного законодательством порядка, незаконных операций с ценными бумагами, злоупотребления правами акционера общества.<sup>8</sup>

<sup>4</sup> Законодательство не содержит определения термина «реорганизация» юридического лица. Например, Т.Е. Абова определяет «реорганизацию» как специфический способ образования новых и прекращения действующих юридических лиц (Комментарии к ГК РФ / Под ред. Т.Е. Абовой, М., 2002. С. 161); Г.Ф. Шершеневич рассматривает реорганизацию как один из способов прекращения юридического лица (Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. Т. 1. Введение. Торговые деятели. М.: Статус, 2003. С. 437-444); В.В. Долинская трактует «реорганизацию» как «относительное прекращение деятельности юридического лица при сохранении для функционирования в гражданском обороте его имущественной массы и переходе его прав и обязанностей в порядке правопреемства к другим лицам» (Долинская В.В. Акционерное право: основные положения и тенденции: Монография. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 385); И.С. Шиткина заключает, что «реорганизация является особым правовым явлением, ей присущи черты, свойственные как процедуре учреждения юридических лиц, так и их ликвидации» (Корпоративное право: Учебник / Под ред. И.С. Шиткиной. М.: Волтерс Клувер, 2007. С. 176).

<sup>5</sup> Распоряжение ФКЦБ РФ от 04.04.2002 г. № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения».

<sup>6</sup> Глушецкий А.А., Степанов Д.И. «Вытеснение» и «поглощение»: практический комментарий к новой главе акционерного закона. М.: ЗАО «Центр деловой информации еженедельника «Экономика и жизнь», 2006. С. 8

<sup>7</sup> Долинская В.В. Акционерное право: основные положения и тенденции: Монография. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 410 (Долинская, учитывая объем, субъектный состав и последствия, относит поглощения к экстраординарным сделкам). Там же. С. 713.

<sup>8</sup> Рудык Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения: Учебно-практическое пособие. М.: Дело, 2006. С. 282; В.И. Добровольский. Защита корпоративной собственности в арбитражном суде. М.: Волтерс-Клувер, 2006. С. 5-11; Н.Д. Бут. Противодействие недружественным поглощениям: Научно-практическое пособие. М.: Олма Медиа Групп, 2006. С. 87-131; Молотников А.Е. Слияния и поглощения. Российский опыт. М.: Вершина, 2006. С. 73-123, 260-274.

Для защиты компаний от недружественных поглощений могут использоваться общие способы защиты, представляющие собой закрепленные законодательством меры гражданско-правовой, административной и уголовной ответственности, применяемые к правонарушителям, и специальные – реализуемые компаниями по их усмотрению в целях снижения экономической привлекательности поглощения, увеличения издержек поглощающей компании, получения временной отсрочки для создания дополнительной защиты<sup>9</sup>. Как общие, так и специальные способы защиты направлены на установление, признание, изменение и прекращение права<sup>10</sup>. По времени реализации (до или после начала поглощения) специальные способы защиты условно классифицируются на превентивные (внесение в Устав открытого акционерного общества (ОАО) изменений, создание дочерних и зависимых обществ, передача ведения реестра акционеров в иностранное государство), способы защиты, вытекающие из обращения ценных бумаг (передача акций ОАО в доверительное управление, размещение акций по программе АДР, выпуск дополнительных акций) и экстренные способы (изменение организационно-правовой формы ОАО, реорганизация в форме разделения, выделения и присоединения.)

Предусмотренный законодательством государственный антимонопольный контроль составляет один из основных общих способов защиты от недружественных поглощений и распространяется на требования к порядку приобретения ценных бумаг и активов общества.

ФЗ «О защите конкуренции» от 26.07.2006 г. № 135-ФЗ, определяя основные начала федерального регулирования антимонопольной деятельности (запрет осуществления «недобросовестной конкуренции», «монополистической деятельности», применения «дискриминационных условий») содержит ряд неточностей. В п. 17 ст. 4 ФЗ «О защите конкуренции» приводится перечень признаков, наличие одного из которых признается ограничением конкуренции, при этом не учитывается положение соответствующей компании на определенном товарном рынке. В соответствии с п. 2 ст. 3 ФЗ «О защите конкуренции» закон применяется к соглашениям между российскими или иностран-

<sup>9</sup> Bebchuk, L. Why firms adopt antitakeover arrangements. University of Pennsylvania Law Review. Vol. 152. 2003. P. 723.

<sup>10</sup> Поскольку общие способы защиты носят превентивный характер, термин «защита» может использоваться в широком смысле слова и означать «охрану» от посягательств или нарушений закона. Применительно к специальным способам термин «защита» характеризует восстановление уже нарушенного права.

ными лицами либо организациями за пределами России, если в совокупности выполняются указанные в ст. 3 условия, при рассмотрении которых можно сделать вывод о том, что к сфере регулирования ФЗ «О защите конкуренции» относятся исключительно соглашения, заключенные в отношении находящихся на территории РФ основных производственных средств и (или) нематериальных активов, а также акций российских компаний без учета возможного негативного воздействия на состояние конкуренции на определенном товарном рынке. Действующее антимонопольное законодательство не содержит критериев оценки социального воздействия недружественных поглощений (социальные последствия реорганизации компаний в контексте ответственности прежнего собственника перед кадрами).

Неисполнение предписания антимонопольного органа о совершении сделок с акциями, имуществом коммерческих организаций, правами в отношении коммерческих организаций с предварительного согласия антимонопольного органа является основанием для признания соответствующих сделок недействительными в судебном порядке по акту антимонопольного органа (ст. 34 ФЗ «О защите конкуренции»). Принудительное разделение коммерческих организаций, систематически осуществляющих монополистическую деятельность, занимающих доминирующее положение, производится судом по иску антимонопольного органа, а не на основании предписания антимонопольного органа о разделении хозяйствующих субъектов, как предусматривалось действующим ранее законом РСФСР «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» от 22.03.1991 г. № 948-1.

В целях применения мер ответственности, соразмерных правонарушениям, Планом мероприятий к «Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 г.» предусматриваются: уточнение перечня категорий корпоративных споров, относящихся к специальной подведомственности арбитражного суда (в категорию таких споров предлагается включить рассмотрение арбитражными судами исков акционеров (в том числе акционеров, чьи акции были незаконно списаны с лицевого счета) к регулирующим органам на рынке ценных бумаг (в частности, ФСФР РФ), реестродержателю, регистрирующему органу (ФНС РФ)<sup>11</sup>; установление исключительной подсудности

<sup>11</sup> В соответствии с п. 6 Постановления Пленума ВАС от 09.12.2002 г. № 11 «О некоторых вопросах, связанных с введением в действие АПК РФ» споры между участни-

арбитражным судам дел, результатом рассмотрения которых может стать регистрация прав на недвижимое имущество по месту нахождения недвижимого имущества; обеспечение раскрытия информации о готовящемся судебном разбирательстве, связанном с корпоративным спором; обеспечение развития института коллективных исков.

С вступлением в силу главы XI.1. ФЗ «Об АО», предусматривающей порядок приобретения посредством добровольного или обязательного предложения более 30% акций ОАО и временное ограничение полномочий Совета директоров за счет расширения компетенции ОСА (ст. 84.6.), российское акционерное законодательство закрепило ряд специальных способов противодействия недружественным поглощениям<sup>12</sup>.

С момента получения обществом добровольного или обязательного предложения (в течение всего срока его действия 70-90 дней) и до истечения срока принятия соответствующего предложения в обществе действует особый порядок одобрения ряда решений.

Для усложнения концентрации недружественным акционером большого количества акций компании-цели ФЗ «Об АО» наделил ОСА правом на увеличение уставного капитала ОАО посредством выпуска дополнительных акций, направленного на размывание уставного капитала общества. Дополнительные акции выпускаются в пределах объявленных акций (ч. 3 п. 1 ст. 27 «Об АО»), т.е. акций, которые ОАО вправе размещать дополнительно к размещенным акциям. Проведение дополнительной эмиссии возможно только в случае, если устав общества содержит положения об объявленных акциях.

ОСА принимает решение о размещении ОАО ценных бумаг, конвертируемых в акции, в том числе опционов такого общества. В процессе размещения эмиссионных ценных бумаг эмитент производит отчуждение их первым приобретателям, которые и становятся управомоченными по ценной бумаге лицами, обладая одновременно и правами на ценные бумаги, и правами, вытекающими из ценной бумаги<sup>13</sup>.

---

ками хозяйственных товариществ и обществ, если хотя бы один из них является гражданином, не имеющим статуса индивидуального предпринимателя, не подлежат рассмотрению в арбитражном суде, за исключением случаев, когда указанные споры связаны с предпринимательской или иной экономической деятельностью указанных хозяйственных товариществ и обществ.

<sup>12</sup> В США, напротив, активные способы по защите компании применяются Советом директоров.

<sup>13</sup> Шевченко Г.Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение. М., 2006. С. 144.

Права, предоставляемые опционами, могут исполняться по наступлении определенного, указанного в опционе события (приобретение 10-25% акций общества, находящихся в обращении) и наделяют своих владельцев правом приобретения ценных бумаг общества или поглощающей компании по цене ниже их реальной стоимости, предоставляют акционеру или группе акционеров право покупки определенного (достаточного для недопущения поглощения) количества акций общества. Увеличение стоимости поглощения, как правило, делает его невыгодным, и поглощающая компания отказывается от первоначальных планов<sup>14</sup>.

ОСА одобряет сделки или нескольких взаимосвязанных сделок, связанных с приобретением, отчуждением или возможностью отчуждения открытым обществом, прямо либо косвенно, имущества, стоимость которого составляет 10 и более процентов балансовой стоимости активов ОАО, определенной по данным его бухгалтерской отчетности на последнюю отчетную дату, если только такие сделки не совершаются в процессе обычной хозяйственной деятельности открытого общества или не были совершены до получения открытым обществом добровольного или обязательного предложения, а в случае получения открытым обществом добровольного или обязательного предложения о приобретении публично обращаемых ценных бумаг — до момента раскрытия информации о направлении соответствующего предложения в открытое общество. Подобное законодательное положение позволяет акционерам препятствовать недружественному поглощению посредством принятия решения об обременении общества (отчуждение имущества поглощаемого общества, вывод активов посредством его передачи дочерним компаниям, залог имущества, доверительное управление имуществом, обремененным залогом, долговые обязательства).

Только по решению ОСА возможно приобретение ОАО размещенных акций этого общества. Решением о приобретении акций должны быть определены категории (типы) приобретаемых акций, количество приобретаемых обществом акций каждой категории (типа), цена приобретения, форма и срок оплаты, а также срок, в течение которого осуществляется приобретение акций. Акции, приобретенные обществом, погашаются при их приобретении (ст. 72 ФЗ «Об АО»). Приобретение обществом акций, находящихся в обращении, приведет к сокращению общего количества и затруднит их приобретение недружественным акционером.

---

<sup>14</sup> Guhan Subramanian, Bargaining in the shadow of Takeover defenses, 113 YALE L.J.63; Wachtell, Lipton, Rosen&Katz “The share purchase rights plan”, 1996, 15-17 pp.

К исключительной компетенции ОСА отнесено принятие решения об увеличении вознаграждения лицам, занимающим должности в органах управления открытого общества, установлении условий прекращения их полномочий, в том числе установлении или увеличении компенсаций, выплачиваемых в случае досрочного прекращения их полномочий (п. 2 ст. 64 ФЗ «Об АО»). Выплата значительной компенсации в случае увольнения менеджера в результате поглощения общества приведет к существенным издержкам поглощающей компании.

Акционеры вправе не допустить поглощение посредством отказа в акцепте добровольного или обязательного предложения о продаже акций (ст. 84.3).

Защита общества от корпоративного шантажа миноритарных акционеров стала возможной посредством законодательного закрепления требования об обязанности лица, приобретшего более 95% ценных бумаг ОАО, выкупить все ценные бумаги общества (п. 1 ст. 84.8. ФЗ «Об АО»). Выкуп акций у миноритарных акционеров осуществляется посредством обязательного предложения о приобретении оставшихся ценных бумаг общества (при условии, если такие ценные бумаги размещены в обществе), а также эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции: конвертируемые привилегированные акции; опционы, дающие право на приобретение голосующих акций общества; облигации, которые могут быть конвертированы в облигации ОАО (п. 1 ст. 84.2. ФЗ «Об АО»). При этом корпоративное законодательство РФ не содержит унифицированного определения «акции», а отсутствие императивных норм в отношении категорий акций, которые может выпускать ОАО, позволяет предположить, что акционерное общество может выпускать как один вид акций с одинаковыми правами, так и несколько видов акций с разным режимом<sup>15</sup>.

Нововведения главы XI.1. ФЗ «Об АО» не затронули порядка приобретения 10 и 25% акций ОАО, в то время как распоряжение 10% акций предоставляет право требовать созыва внеочередного ОСА (п. 1 ст. 55 ФЗ «Об АО»), проверки финансово-хозяйственной деятельности (п. 3 ст. 85 ФЗ «Об АО»), а акционер, обладающий 25-процентным пакетом акций, имеет доступ к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа (п. 1 ст. 91 ФЗ «Об АО»). ФЗ «Об АО» не содержит и положения об исклю-

<sup>15</sup> В.В. Долинская. Акционерное право: основные положения и тенденции: Монография. М.: Волтер-Клувер, 2006. С. 710.

чении акционерами, располагающими более 10% акций общества, акционера в судебном порядке в случае намеренного и систематического совершения им действий (бездействия), приводящих к невозможности или дестабилизации деятельности общества, а также в случае неоднократного грубого нарушения им своих обязанностей<sup>16</sup>.

Выпуск эмиссионных ценных бумаг общества, приобретаемых посредством добровольного или обязательного предложения, подлежит государственной регистрации, определяемой ст. 20 ФЗ «О рынке ценных бумаг», и осуществляется Федеральной службой по финансовым рынкам РФ (ФСФР РФ), которая вправе (но не обязана) проводить проверку достоверности сведений, содержащихся в документах, представленных для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг<sup>17</sup>.

Правовое регулирование приобретения эмиссионных ценных бумаг сопровождается в РФ требованием о раскрытии соответствующей информации (XI.1 ФЗ «Об АО», глава 7 ФЗ «О защите конкуренции», ст. 30 ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 6 ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»), под которым понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение<sup>18</sup>. Данное определение не учитывает адресность раскрытия информации, основания предоставления и цели.

Российские недружественные поглощения часто осуществляются посредством созыва поглощающей компанией в отсутствие законных оснований внеочередного общего собрания акционеров, на котором не присутствует собственник контрольного пакета акций компании<sup>19</sup>.

<sup>16</sup> Аналогичное положение об исключении участника общества содержится в ст. 10 Закона «Об ООО».

<sup>17</sup> Планом мероприятий по реализации стратегии развития финансового рынка РФ на 2006-2008 гг. предусмотрено вынесение в феврале 2007 г. на рассмотрение Государственной Думы РФ проекта федерального закона о статусе, функциях и полномочиях государственного органа в области регулирования, надзора и контроля на финансовом рынке РФ. Одновременно с созданием такого регулирующего органа планируется рассмотрение вопроса о создании национального совета по финансовому рынку, на который будут возложены межведомственные координирующие функции, в частности утверждение основных направлений деятельности нового регулирующего органа.

<sup>18</sup> Ст. 30 ФЗ «О рынке ценных бумаг» в ред. от 27.07.2006 г. № 138-ФЗ.

<sup>19</sup> В.И. Добровольский. Защита корпоративной собственности в арбитражном суде. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 37.

Кворум для принятия решений на повторном ОСА, которое правомочно, если в нем приняли участие акционеры, обладающие в совокупности не менее чем 30% голосов размещенных голосующих акций общества, составляет более половины голосов по таким акциям. Законодательное увеличение кворума, необходимого для принятия решения на повторном ОСА, и количества голосующих акций, необходимого для его повторного созыва, представляется неотложной мерой.

В ФЗ «Об АО» не установлены требования к кандидатам в члены Совета директоров, отсутствует указание на возможность их детализации положениями внутренних документов общества<sup>20</sup>. Выборы членов Совета директоров осуществляются кумулятивным голосованием (п. 4 ст. 66 ФЗ «Об АО») на срок до следующего годового ОСА (п. 1 ст. 66 ФЗ «Об АО»). Невозможность многоступенчатых выборов в Совет директоров (избрание определенного количества членов Совета директоров на какой-то период времени) и досрочного прекращения полномочий одного или нескольких его членов предоставляет возможность для недобросовестного ведения дел и злоупотребления правами. Российскому акционерному праву, в отличие от корпоративного права США, неизвестно также участие в Совете директоров «независимых директоров»<sup>21</sup>. Термин «независимый директор» используется в ФЗ «Об АО» применительно к одобрению сделки, в совершении которой имеется заинтересованность. При этом «заинтересованность» устанавливается для каждой конкретной сделки, в то время как «независимость» директора определяется не в отношении конкретного юридического факта, а в связи с наличием обстоятельств зависимости<sup>22</sup>. ФЗ «Об АО» ограничивается термином «заинтересованные лица»<sup>23</sup>. В целях определения ответственности лиц, осуществляющих

<sup>20</sup> Некоторые авторы (Пахомова Н.Н. Основы теории корпоративных отношений. Правовой аспект. Екатеринбург, 2004. С. 168; В.В. Долинская. Акционерное право: основные положения и тенденции: Монография. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 167-170) относят внутренние документы к числу нормативных актов.

<sup>21</sup> Докучаев М.В. Российский корпоративный бизнес: проблемы управления, стратегия развития. М., 2003. С. 330.

<sup>22</sup> И.С. Шиткина. Корпоративное право: Учебник. М.: Волтерс Клувер, 2007. С. 336.

<sup>23</sup> Например, Законом о реформировании компаний США от 30.07.2002 г. (The Sarbanes-Oxley Act) под «независимым директором» понимается директор, не работавший в компании предыдущие три года; то же самое относится к членам его семьи. Он не получает от компании плату (за исключением оплаты выполнения им своих обязанностей члена Совета директоров), превышающую 100000 USD (для компаний на NYSE) 60000 USD (на NASDAQ). Федеральная Комиссия по ценным бумагам США не может зарегистри-

управление в обществе, целесообразным представляется указание в ФЗ «Об АО» обязательности содержания в трудовых договорах с такими лицами и внутренних документах общества положений об ответственности соответствующих лиц. Перечисление в ФЗ «Об АО» условий, позволяющих Совету директоров или ОСА аннулировать способы защиты, в случае если поглощение отвечает долгосрочным интересам общества, а также установление ответственности членов Совета директоров, препятствующих направлению акционерам добровольного или обязательного предложения о приобретении ценных бумаг общества, предусмотренных главой XI ФЗ «Об АО» акционерам ОАО, придало бы правовому регулированию российских поглощений системный характер.

Возможность использования в РФ способов защиты от недружественных поглощений, вытекающих из обращения ценных бумаг, также обусловлена неоднозначностью законодательного регулирования. Отсутствие в законодательстве РФ определенности в отношении регулирования перекрестного владения акциями порождает ряд противоречий и препятствует защите компаний посредством участия хозяйственных обществ в уставных капиталах друг друга<sup>24</sup>.

Разрешение перекрестного владения акциями позволяет обойти ограничения на приобретение акций общества самим обществом (п. 3 ст. 72 ФЗ «Об АО»), может привести к нарушению интересов акционеров, не являющихся дочерними обществами основного общества, поскольку права по управлению основным обществом, предоставляемые акциями, будут фактически осуществляться лицами, занимающими должности в исполнительных органах основного общества и не являющимися законными акционерами такого общества, повлечь конфликт между акционерами и менеджментом<sup>25</sup>.

рывать открытые корпорации, если аудиторский комитет Совета директоров не состоит полностью из независимых директоров. (М.В. Докучаева. Российский корпоративный бизнес: проблемы управления, стратегия развития. М., 2003. С. 330).

<sup>24</sup> Пункт 3 ст. 11 ФЗ «Об АО» содержит лишь диспозитивную норму о возможности включения в Устав общества положения об ограничении количества акций, принадлежащих одному акционеру, и их суммарной номинальной стоимости, максимального числа голосов, предоставляемых одному акционеру.

<sup>25</sup> Возможны также корпоративные конфликты между контролирующими и миноритарными акционерами, между компанией (акционерами как группой) и внешними группами-кредиторами и наемными работниками (Kraakman R., Davies P., Hansmann H., Hertig G., Hopt K., Kanda H., Rjck E. The anatomy of corporate law: comparative and functional approach. Oxford university Press, 2003, par. 6).

Правовые коллизии могут возникнуть и при одобрении сделок с заинтересованностью. Достаточно распространенной практикой в РФ является приобретение дочерним обществом акций основного общества в интересах менеджеров, контролирующих оба общества, что увеличивает количество сделок, в отношении которых, согласно главе XI ФЗ «Об АО», имеется заинтересованность лиц (имеющих отношение либо к самому обществу, либо к его дочерним обществам)<sup>26</sup>. В случае если при одобрении таких сделок Советом директоров количество независимых членов Совета директоров составит менее определенного уставом общества кворума для проведения правомочного заседания Совета директоров, решения об одобрении сделок должны будут приниматься ОСА. При голосовании на ОСА не учитываются голоса, поданные акционерами, заинтересованными в совершении сделки (п. 4 ст. 83 ФЗ «Об АО»), что может привести к принятию решений об одобрении таких сделок с возникновением существенных рисков признания данных решений недействительными по иску других незаинтересованных акционеров (ст. 84 ФЗ «Об АО»).

Представляется возможным разрешить перекрестное владение акциями, ограничив права голоса по таким (перекрестным) акциям<sup>27</sup>. Подобный подход используется в США, где дочерним компаниям не запрещается приобретать акции основного общества (параграфом 7.21 (b) Модельного закона о торговых компаниях (MBCA-Model business corporation act)) установлено, что акции, прямо или косвенно принадлежащие первой корпорации, являются неголосующими на собрании акционеров второй корпорации, если второй корпорации принадлежит прямо или косвенно большинство акций, имеющих право голосовать по вопросу избрания директоров первой корпорации<sup>28</sup>. Аналогичное положение содержится в Кодексе штата Делавэр (п.(с) пар. 160, книга 8 «О корпорациях»)<sup>29</sup>.

<sup>26</sup> Значительная часть данных сделок совершается, как правило, либо между основным и дочерними обществами, либо между обществом и иными формально не аффилированными с обществом лицами, но фактически контролируемые менеджментом общества.

<sup>27</sup> Ограничение перекрестного владения акциями предусмотрено «Концепцией развития корпоративного законодательства» на период до 2008 г.: «... следует ввести ограничения на приобретение дочерними хозяйственными обществами акций основных общества. На законодательном уровне целесообразно четко установить допустимый предел для такого перекрестного владения».

<sup>28</sup> Model Business Corporation Act, 2000/01/02 Supplement, 3rd. edition, by the American Bar Foundation, 2003.

<sup>29</sup> <http://www.delcode.state.de.us/title8/c001>

В соответствии со «Стратегией развития финансового рынка РФ на 2006-2008 гг.», утвержденной распоряжением Правительства от 01.06.2006 г. № 793-р), российский рынок акций остается офшорным рынком, использующим нестандартную учетную систему, несущую в себе элементы нерыночного риска, связанного с учетом прав собственности на ценные бумаги. К числу способов защиты, связанных с обращением ценных бумаг, можно отнести: создание условий, препятствующих внесению в записи по лицевым счетам в реестре акционеров незаконных изменений; передачу акций в доверительное управление; выпуск американских депозитарных расписок (АДР) и американских депозитарных акций (АДА); выкуп акций у миноритарных акционеров ОАО; дополнительную эмиссию ценных бумаг.

Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг<sup>30</sup>. При представлении реестродержателю поддельного передаточного распоряжения акции законного владельца списываются с его лицевого счета на счет лица, который, как правило, перепродает акции. В Постановлении ВАС РФ от 21.04.1998 г. № 33 «Обзор практики разрешения споров по сделкам, связанным с размещением и обращением акций», указывается, что требование собственника о возврате его акций носит виндикационный характер и может быть удовлетворено только при наличии условий, предусмотренных ст. 302 ГК РФ. Несмотря на содержание п. 3 ст. 302 ГК РФ (запрет на истребование из чужого незаконного владения добросовестного приобретателя ценных бумаг на предъявителя и признание права собственности на незаконно списанные акции), судебной практикой удовлетворяются виндикационные иски о возврате бездокументарных ценных бумаг<sup>31</sup>. Во избежание незаконного списания акций необходимо законодательно закрепить обязанность предоставления вместе с передаточным распоряжением на списание акций доказательства совершения сделки по отчуждению соответствующих акций. В целях предотвращения незаконной передачи прав на акции в юридической литературе предлагаются также следующие способы<sup>32</sup>: включение в договор на ведение реестра поло-

<sup>30</sup> Позиция ВАС РФ, изложенная в Постановлении Президиума от 26.11.2002 г. № 5134/02, также свидетельствует о том, что внесение изменений в состояние лицевого счета влечет за собой переход права собственности на ценные бумаги.

<sup>31</sup> Постановление Президиума ВАС РФ от 29.08.2006 г. № 1877/06.

<sup>32</sup> В.И. Добровольский. Защита корпоративной собственности в арбитражном суде. М.: Волтерс Клувер, 2006. С. 46.

жения об информировании регистратором эмитента в течение суток обо всех случаях записей по лицевым счетам держателей контрольного пакета акций, связанных с отчуждением или обременением акций; сотрудничество с регистратором, страхующим свою профессиональную деятельность; указание в договоре с регистратором обязанности вести наряду с реестром электронный реестр, учитывающий идентифицирующие признаки акций. Планом мероприятий к «Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 г.» предусматривается внесение в ФЗ «Об АО», ФЗ «О рынке ценных бумаг», УПК РФ и КоАП РФ следующих изменений: определение понятия и правового статуса реестра владельцев именных ценных бумаг; определение характера и объема ответственности регистратора и эмитента за нарушение порядка ведения реестра, несанкционированное списание со счета ценных бумаг; законодательное закрепление способов защиты прав владельцев ценных бумаг при незаконном списании ценных бумаг со счета; определение условий и порядка истребования ценных бумаг в случае списания их помимо воли владельца. Проектом ФЗ «О центральном депозитарии» предполагается создание центрального депозитария, обладающего исключительным правом на открытие лицевых счетов номинального держания в реестрах, призванного повысить надежность учета прав собственности на ценные бумаги.

В целях сохранности и обеспечения конфиденциальности информации, содержащейся в реестре<sup>33</sup>, представляется возможным перемещение реестра на территорию иностранного государства. В случае хранения реестра за границей в филиале «оригиналы или копии всех документов, содержащих данные системы ведения реестра, подготовленные или полученные филиалом регистратора», должны не реже одного раза в месяц передаваться регистратору по месту его нахождения<sup>34</sup>.

Если несмотря на все принятые меры, акции собственника все же подверглись незаконному списанию, то единственным способом защиты прав собственности является предъявление исков о восстановлении записи о владении акциями на лицевом счете в реестре акционеров общества, о признании права собственности на списанные акции и виндикации акций из чужого незаконного владения, о признании

<sup>33</sup> Ответственность за обеспечение конфиденциальности информации реестра несет регистратор: п. 2 ст. 149 ГК РФ, п. 1 ФЗ «Об информации, информатизации и защите информации» от 20.02.1995 г. № 24-ФЗ.

<sup>34</sup> Постановление ФКЦБ от 26 марта 2001 г. № 7 «Об особенностях работы регистратора, имеющего филиал».

недействительными сделки по отчуждению акций и последствий ее недействительности; о признании недействительным передаточного распоряжения на списание акций, о взыскании убытков с реестродержателя за незаконные действия по списанию акций.

Поскольку нарушение прав акционеров часто связано с причинением убытков обществу, защита интересов общества возможна посредством предъявления акционерами исков в интересах общества. Предъявляются косвенные иски о возмещении обществу убытков в результате обязательных указаний основного общества дочернему (п. 3 ст. 105 ГК РФ, п. 3 ст. 6 ФЗ «Об АО»); сделок общества с участием заинтересованных лиц (п. 2 ст. 84 ФЗ «Об АО»); недобросовестных действий, совершенных лицами, занимающими должности в органах управления обществом (ст. 71 ФЗ «Об АО»).

С целью затруднения получения «недружественными акционерами» сведений о владельцах акций ОАО и их защиты от незаконного списания возможна передача акций общества в доверительное управление или доверительную собственность иностранной компании.

По договору доверительного управления акциями учредитель управления передает доверительному управляющему акции в доверительное управление на определенный срок, такая передача не влечет перехода права собственности на акции к доверительному управляющему. Однако в соответствии со п. 2.3. Положения «О доверительном управлении ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги» от 17.10.1997 г. № 37 объектом доверительного управления выступает вся совокупность прав, предоставляемых акциями, что в случае недобросовестного поведения доверительного управляющего не может отвечать интересам учредителя управления. Списание акций со счета акционера для передачи в доверительное управление делает невозможным исполнение регистратором передаточного распоряжения. В соответствии со ст. 1018 ГК РФ обращение взыскания по долгам соответствующего акционера на акции, переданные им в доверительное управление, не допускается, за исключением несостоятельности (банкротства) этого лица.

Другим способом защиты, связанным с обращением ценных бумаг, является выпуск американских депозитарных расписок (АДР) и американских депозитарных акций (АДА).

Часть 7 ст. 16 ФЗ «О рынке ценных бумаг» предоставляет право российским эмитентам размещать в соответствии с иностранным правом

ценные бумаги иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов, по разрешению федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. Такими ценными бумагами иностранных эмитентов являются АДА (American depositary share).

Впервые определение АДА было дано Комиссией по ценным бумагам и биржам США (Комиссия) в релизе «О концепции АДР», в соответствии с которым АДА представляет собой деноминированную в долларах США ценную бумагу, подтверждающую право собственности ее владельца на определенное количество акций или облигаций иностранной (для США) компании, выпущенных за пределами США в стране инкорпорации такой иностранной компании<sup>35</sup>. Правило 405 «С» Комиссии определяет АДА как ценную бумагу, подтверждаемую АДР (American depositary receipt), которая предоставляет право собственности ее держателя на иностранную (неамериканскую) ценную бумагу или несколько ценных бумаг, депонированных в стране их выпуска<sup>36</sup>. АДА выпускаются американским банком-депозитарием, а акции, права на которые закрепляются соответствующими АДА, изымаются из обращения на фондовом рынке страны инкорпорации иностранной компании и депонируются в местном банке-хранителе. Вместе с правом собственности на АДА от продавца АДА к покупателю переходят права на акции, ими представленные<sup>37</sup>. Иными словами, «АДА воплощают в себе право собственности инвесторов на определенное количество иностранных ценных бумаг иностранной компании, т.е. долю, пай, имущественный интерес в зарубежном юридическом лице»<sup>38</sup>.

В релизе Комиссии по ценным бумагам и биржам США «О концепции АДР» 1983 г. американские депозитарные расписки трактуются как «свободнообращающийся сертификат, подтверждающий права его держателя на определенное количество АДА (Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms. Foundation Press. 1998). АДР – это выпущенный американским банком-депозитарием сертификат, подтверждающий право собственности на определенное количество де-

<sup>35</sup> Jennings Richard W., Marsh Harold Jr., Coffee John F., Jr. & Seligman Joel. Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms. Foundation Press. 1998.

<sup>36</sup> Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms.

<sup>37</sup> Greene Edward F., Beller Alan L., Cohen George M., Hudson Manley O., Jr., Rosen Edward J. US Regulation of the International Securities Market: A guide for Domestic foreign Issuers and Intermediaries. Pretence Hall Law&Business 1997. P. 46.

<sup>38</sup> Раздел 8. Единообразный торговый кодекс США (1990). МЦФЭР. М., 1996.

понированных ценных бумаг иностранной компании<sup>39</sup>. АДР «в зависимости от контекста может означать свободно обращающийся сертификат или американскую ценную бумагу, представленную сертификатом»<sup>40</sup>. Таким образом, природа депозитарной расписки близка к существу сертификата и не является ценной бумагой, несмотря на то, что в США ценными бумагами может признаваться любой интерес или институт, известный как ценная бумага. Российские ценные бумаги, представленные АДА, депонируются в российских банках-депозиториях в РФ, получивших специальное разрешение Комиссии. Депозитный договор заключается между американским банком-депозитарием, российской компанией, ценные бумаги которой представлены АДА, и – с момента перехода права собственности на них владельцу АДА – собственником-выгодоприобретелем. Кастодиальный договор заключается между американским банком-депозитарием, выпускающим АДР, и российским банком-депозитарием, в котором депонируются на хранение ценные бумаги российской компании<sup>41</sup>.

Помимо преимуществ, предоставляемых выпуском АДА и АДР, существует ряд проблем, связанных с различными подходами российского и американского законодательства к определению прав собственности на акции, отсутствием в РФ специальных норм, определяющих правовой статус участников. По российскому законодательству американский банк-депозитарий рассматривается в качестве собственника, формального владельца российских акций, на которые выпущены АДА<sup>42</sup>. С точки зрения американского права, банк-депозитарий является «зарегистрированным владельцем», его наименование вносится в реестр акционеров компании. Он не является собственником акций – «бенефициарным владельцем». Зарегистрированный владелец, т.е. банк-депозитарий, выпустивший АДА, является профессиональным «фондовым посредником» бенефициарных владельцев<sup>43</sup>. Владелец АДР

<sup>39</sup> Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки в международном частном праве. М.: Статут, 2001.

<sup>40</sup> Sanford Thomas D. Depositary Receipts and Privatisation. BONY. New York, 1995. P. 89.

<sup>41</sup> Ратников К.Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки в международном частном праве. М.: Статут, 2001. С. 57.

<sup>42</sup> Д. Шохин. Правовой статус иностранного банка-депозитария, выпускающего АДР на акции российских компаний // Рынок ценных бумаг. 2001. № 2.

<sup>43</sup> С. Аврамов, С. Бредшоу. Права владельцев АДР: коллизия в действии // Коллегия. 2002. № 7. С. 39.

является и бенефициарным владельцем (собственником) акций, на которые выпущены АДР. Выпуск АДР помогает их владельцам избежать валютных и, в значительной мере, политических и инфраструктурных рисков страны эмитента, а также сокращать транзакционные издержки<sup>44</sup>. Однако защита, предусмотренная законодательством США от недружественного поглощения, будет предоставляться не в отношении акций, а в отношении депозитарных расписок и распространится не на российскую компанию, а на соответствующий американский банк-депозитарий. Для эффективного использования размещения акций по программе АДР представляется возможной выработка и закрепление в ФЗ «О рынке ценных бумаг» механизмов ведения учета и хранения акций, на которые эмитируются АДА<sup>45</sup>; внесение изменений, позволяющих рассматривать американского депозитария-эмитента АДА в качестве профессионального участника, действующего в РФ в интересах иностранных акционеров, а не как собственника акций российских компаний.

К числу экстренных способов защиты компаний, которыми может воспользоваться российское ОАО, следует отнести: защиту Пак-Мэн, слияние с «белым рыцарем», «серым рыцарем», продажу наиболее ценных активов, изменение организационно-правовой формы, реорганизацию.

Защита Пак-Мэн (обратное поглощение) представляет собой встречное тендерное предложение о приобретении контрольного пакета обыкновенных голосующих акций компании-цели, при этом компания-цель, как правило, не намеревается поглотить недружественную компанию, а стремится лишь приостановить поглощение<sup>46</sup>.

Слияние с «белым рыцарем» происходит на более привлекательных условиях по сравнению с первоначальным предложением о поглощении. «Серые рыцари» представляют собой компании, поиск которых компания-цель не осуществляла; в отличие от компаний — «белых

<sup>44</sup> С. Аврамов, С. Бредшоу. Права владельцев АДР: коллизия в действии // Коллегия. 2002. № 6-8.

<sup>45</sup> В настоящее время единственной возможностью американского банка-депозитария обеспечить иностранным инвесторам приобретение АДА на акции российского эмитента осуществляется посредством регистрации таким банком себя в российском депозитарии в качестве собственника акций, а по американскому законодательству такой банк будет рассматриваться как действующий в интересах инвесторов и не будет обладать правом собственности на акции.

<sup>46</sup> Deborah A. DeMott, Pac-Man Tender Offers, 1983 DUKE L.J. 116 (1983); Gaughan 229-230.

рыцарей», «серые рыцари» являются более предпочтительным поглотителем, чем недружественная компания, но менее, чем компании — «белые рыцари».

Наиболее эффективным с практической точки зрения, активным способом защиты в РФ представляется изменение организационно-правовой формы ОАО.

Изменение организационно-правовой формы в РФ происходит в рамках реорганизации в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования. Реорганизация ОАО в форме преобразования в общество с ограниченной ответственностью (ООО) или в закрытое акционерное общество (ЗАО) позволяет ограничить количество лиц, среди которых распределяются доли участников ООО или акции ЗАО (п. 2, 3 ст. 7 ФЗ «Об АО»). Акционеры ЗАО и само ЗАО (если это предусмотрено Уставом) пользуются преимущественным правом покупки акций по цене предложения третьему лицу (абзац 4 п. 3 ст. 7 ФЗ «Об АО»). Устав ООО может предусматривать следующее: участник ООО вправе продать свою долю в уставном капитале или ее часть лишь через процедуру реализации преимущественного права покупки других участников или самого ООО (п. 4 ст. 21 ФЗ «Об ООО»); уступка доли от одного участника к другому осуществляется лишь с согласия участников и (или) общества (п. 1 ст. 21 ФЗ «Об ООО»); необходимость получения согласия других участников или общества на уступку участником своей доли иным образом, чем продажа (п. 5 ст. 21 ФЗ «Об ООО»); запрещение уступки доли третьим лицам (п. 2 ст. 21 ФЗ «Об ООО»).

Преобразование ОАО в ЗАО призвано снизить вероятность поглощения посредством приобретения неограниченным кругом лиц акций через открытую подписку. Однако отнесение ст. 57 ГК РФ, п. 3. ст. 7, п. 5 ст. 15, ст. 20 ФЗ «Об АО» преобразования к форме реорганизации юридического лица не совпадает с позицией Пленума ВАС РФ<sup>47</sup>, согласно которой изменение типа общества не является реорганизацией юридического лица. Требования, предусмотренные законодательством (п. 5 ст. 58 ГК РФ, п. 7 ст. 15, ст. 20), о составлении передаточного акта, об уведомлении кредиторов о предстоящем изменении типа акционерного общества не должны применяться, а реорганизация в форме преобразования юридического лица не должна быть исключена из перечня форм реорганизации, предусмотренных п. 2. ст. 15 ФЗ «Об АО».

<sup>47</sup> Пленум ВАС РФ № 19 от 18.11.2003 г., п. 23.

Для недопущения приобретения поглощаемой компанией наиболее ценных активов общества возможно проведение реорганизации в форме выделения. В результате выделения на баланс созданного(ых) общества(в) переводятся определенные активы, при этом не происходит прекращения реорганизуемого в форме выделения общества.

Распределение активов между несколькими юридическими лицами возможно посредством реорганизации в форме разделения общества на несколько юридических лиц<sup>48</sup>.

Переход прав собственности, осуществляемый вне правовых рамок, ведущий к незаконному перераспределению прав собственности и нарушению законных прав и интересов иных лиц, является определяющим признаком российских «недружественных поглощений».

Соблюдение принципов порядочности и сотрудничества должно являться основой ведения предпринимательской деятельности, базирующейся на равных и известных всем «правилах игры», уважении к закону и эффективном корпоративном управлении. Материальное и процессуальное законодательство, обеспечивая адекватную защиту прав собственности, должно исключать возможность поглощения, основанного на махинациях, введении в заблуждение, злоупотреблении правом.

---

<sup>48</sup> Корпоративному праву США неизвестна реорганизация в форме выделения и разделения (Б. Блэк, Р. Крэкман, А. Тарасова. Комментарий федерального закона об акционерных обществах / Под ред. А.С. Тарасовой М., 1999. С. 218-222.

## Defensive Measures against Unfriendly Corporate Takeovers (Summary)

*Karina G. Arutyunova\**

Despite positive tendencies in the sphere of Russian mergers and acquisitions market development, improvement of M&A transactions spread over the segments, hostile takeovers based on abusive use of subjective rights still prevail. The main reason for Russian unsolicited takeovers is defects of material and procedural legislation which do not secure proper and adequate protection of property rights making any acquisition based on misrepresentation, manipulations and breach of law possible.

Thus the article deals with general methods which include federal antimonopoly control, measures of civil, administrative and criminal liability and special methods applying by the companies to reduce economic value of acquisition, increase costs for a hostile company, get temporary delay in order to additional protective measures creation. The article concerns effectiveness of special measures (amendments of OJSC charter, subsidiaries establishment, transfer of shareholder register to foreign country) and measures resulting from securities regulation (transfer of shares to beneficial ownership, American depositary receipts offering, additional shares issuing) use by Russian companies and provides suggestions with regard to Russian corporate legislation improvement.

---

\* Karina G. Arutyunova – post-graduate student of the Chair of Private International and Civil law, MGIMO-University MFA Russia.