

# ЕВРОПЕЙСКОЕ ПРАВО

## Поглощение публичных компаний по праву ЕС

*Калашников Г.О.\**

7 июля 2004 г. Государственной думой РФ был принят в первом чтении проект федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах». Одной из целей законопроекта является включение в Федеральный закон «Об акционерных обществах» положений, позволяющих лицу, приобретшему самостоятельно или совместно с аффилированным лицом (лицами) более 90% акций общества (90% плюс одна акция размещенных обыкновенных акций), требовать от остальных акционеров продажи принадлежащих им обыкновенных акций общества по рыночной цене, подтвержденной независимым оценщиком<sup>1</sup>.

### **ВЫТЕСНЕНИЕ МИНОРИТАРНОГО АКЦИОНЕРА В РОССИИ**

Предполагаемые изменения в ФЗ «Об акционерных обществах» гарантируют миноритарным акционерам получение своевременной и достоверной информации относительно решений, принимаемых при принудительном выкупе акций, а также устанавливают принцип равенства в случае выкупа акций по инициативе акционера – владельца крупного пакета, а также по инициативе самих миноритарных акционеров.

В частности, в случае принятия решения о выкупе 90% плюс одна акция размещенных обыкновенных акций приобретатель обязан на-

---

\*Калашников Георгий Олегович – аспирант Института государства и права РАН.

<sup>1</sup> В частности, предлагается ст. 75 изложить в новой редакции, а также дополнить закон «Об акционерных обществах» новыми статьями – 76-1 и 80-1.

править всем оставшимся акционерам заказным письмом требование о выкупе с указанием:

- информации о приобретателе, включая полное наименование и адрес;
- количества принадлежащих акционеру акций, подлежащих выкупу;
- наименования, адреса и других контактных реквизитов платежного агента приобретателя;
- цены за акцию;
- срока выкупа акций, который не может быть менее 30 дней со дня получения требования о выкупе;
- формы ответа акционера;
- копии резолютивной части отчета независимого оценщика, содержащей полное наименование оценщика, номер лицензии на осуществление оценочной деятельности и адрес оценщика.

Следует также отметить тот факт, что законопроект предусматривает возможность для акционера, не согласившегося с расчетом рыночной цены акций общества в связи с выкупом, в течение 6 мес. со дня, когда он узнал или должен был узнать о получении требования о выкупе, обратиться в суд с иском о признании недействительным расчета рыночной стоимости принадлежащих ему акций.

Пояснительная записка к проекту федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» говорит о том, что законопроект учитывает опыт законодательного регулирования «механизма лишения миноритарных акционеров принадлежащих им акций» зарубежных стран (Германия, США, Англия), а также последние изменения в этом вопросе в корпоративном законодательстве ЕС. Так что же это за изменения в ЕС и насколько уместна ссылка российских законодателей?

## ПОЧЕМУ ОПЫТ ЕС?

Очевидно, что российские законодатели ссылаясь на изменения в корпоративном праве ЕС, имели в виду относительно новую директиву «О предложениях о покупке» (далее – Директива)<sup>2</sup>, которая отчасти затрагивает и вопрос «механизма лишения миноритарного акционера принадлежащих ему акций», но лишь отчасти. Основной областью применения Директивы являются предложения о покупке путем

<sup>2</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids // OJ L 142, 30.04.2004. P. 12-23.

приобретения акций публичных компаний (takeover bid), деятельность которых регулируется законодательством стран ЕС, при условии, что такие акции (все или частично) допущены к обращению на регулируемом рынке в одной или нескольких странах ЕС. Так о чем же конкретно идет речь в Директиве?

Начиная с 1974 г.<sup>3</sup> были предприняты многочисленные попытки разработать директиву, направленную на сближение законодательства государств – членов ЕС, регулирующего поглощение публичных компаний, осуществляемое посредством предложений о покупке (takeover bids (англ.); offres publiques (франц.)), однако путь разработки и принятия Директивы был сложен и тернист. В большинстве случаев все предложенные проекты, по мнению ряда экспертов<sup>4</sup>, во многом отражали положения британского Кодекса слияний и поглощений (City Code on Takeovers and Mergers), а именно: временные ограничения процесса поглощения, требования к содержанию предложения, положение об обязательном выкупе акций при приобретении лицом контроля над компанией (mandatory bid), запрещения и др. По той причине, что ряд институтов, в частности положение об обязательном выкупе акций при приобретении лицом контроля над компанией, на момент принятия проектов отсутствовал в национальном праве большинства государств – членов ЕС, они были один за другим отклонены.

Лишь 27 ноября 2003 г. в рамках Совета ЕС было достигнуто политическое согласие в отношении нового проекта<sup>5</sup>. 16 декабря 2003 г. проект получил одобрение со стороны Европейского Парламента, а 21 апреля 2004 г. директива «О предложениях о покупке» после долгих лет работы увидела свет. 1 мая 2004 г. Директива вступила в силу.

## ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Директива состоит из преамбулы и 23 статей и распространяет свое действие на *предложения о покупке путем приобретения акций публичных компаний (takeover bid; offres publiques), деятельность кото-*

<sup>3</sup> См.: *Lekkas Georges*. L'Harmonisation du Droit des Offres Publiques et la Protection de l'Investisseur. Étude Comparée des Règles en Vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique. Paris, 2001. P. 479-482.

<sup>4</sup> См.: *Cioffi John W.* The Collapse of the European Union Directive on Corporate Takeovers: The EU, National Politics, and the Limits of Integration // Berkley Roundtable on the International Economy. September 28, 2001; *Hopt Klaus J.* Modern company and capital market problems: improving european corporate governance after Enron // The Journal of Corporate Law Studies. Volume 3, Part 2. October 2003. P. 221-268.

рых регулируется законодательством стран ЕС, при условии, что такие акции (все или частично) допущены к обращению на регулируемом рынке в одной или нескольких странах ЕС. Директива не распространяется на компании, акции которых не обращаются на фондовой бирже; в то же время внутри одного государства – члена ЕС по отношению к таким компаниям может быть установлен эквивалентный режим. При этом Директива применяется как к добровольному, так и к обязательному предложению о покупке. Важным является и тот факт, что не все виды акций попадают под действие Директивы. Под акциями понимаются акции, разрешенные к продаже и дающие право голоса<sup>6</sup>.

В определении, содержащемся в Директиве, два термина: *предложение о покупке* и *публичные компании* – незнакомы российскому праву, поэтому требуют некоторого пояснения.

Предложение о покупке – институт англо-саксонской правовой системы, получивший свое максимальное развитие в праве Великобритании (*takeover bid*) и США (*tender offer*)<sup>7</sup>. Типичное определение, ставшее уже традиционным, рассматривает предложение о покупке как «общее обнародованное предложение отдельного лица или группы лиц купить акции публичной компании за цену, значительно превышающую текущую рыночную цену»<sup>8</sup>. Процедура поглощения посредством предложения о покупке состоит из следующих этапов, которые также отражают смысл данного вида поглощения: 1) компания-приобретатель объявляет о своем намерении сделать предложение о выкупе акций публичной компании и направляет данное предложение совету директоров поглощаемой компании; 2) совет директоров обязан представить акционерам свои рекомендации относительно целесообразности заключения данной сделки (если рекомендации совета директоров положительные, то поглощение является дружественным, если отрицательные – рассматривается как недружественное, враждебное); 3) акционеры принимают решение о принятии или отклонении пред-

<sup>5</sup> См.: *Maul Silja & Koulouridas Athanasios*. The Takeover bids Directive // *German Law Journal* Vol. 5 № 4-1 April 2004.

<sup>6</sup> Ст. 2 (е) Директивы.

<sup>7</sup> См.: *Lekkas Georges*. L'Harmonisation du Droit des Offres Publiques et la Protection de l'Investisseur. Étude Comparée des Règles en Vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique. Paris, 2001. P. 22-30.

<sup>8</sup> См.: *Рид Стэнли Фостер*. Искусство слияний и поглощений / Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. С. 668-669.

ложения (решение принимается индивидуально каждым акционером) – принятие предложения означает, что лицо согласилось продать свои акции на условиях, предложенных компанией-приобретателем; 4) закрытие предложения и объявление его результатов; 5) в случае, если предложение было принято необходимым количеством акционеров, выкуп их акций в соответствии с условиями предложения<sup>9</sup>.

Что касается публичных компаний, то уставный капитал таких компаний создается за счет привлечения средств широких кругов акционеров, компании имеют право размещать акции по открытой подписке и коти́ровать их на фондовой бирже<sup>10</sup>. Необходимым условием для этого, естественно, является возможность свободной передачи акций. Данные компании являются чисто капитальными образованиями, право личного участия отдельных акционеров в управлении делами компании и представлении ее интересов практически сведено на нет<sup>11</sup>.

Директива основывается на трех основных принципах: *доступность информации, равенство и невмешательство*, которые более детально отображены как в преамбуле Директивы, так и содержатся в самой Директиве, в частности:

- всем владельцам акций одного и того же класса компании-«мишени» должны быть предоставлены равные права; более того, если приобретается контрольный пакет акций компании-«мишени», интересы миноритарных акционеров должны быть защищены;

- владельцам акций компании-«мишени» должны быть предоставлены разумное время и должная информация о предстоящем предложении о покупке...;

- совет директоров (наблюдательный совет) компании-«мишени» должен действовать в интересах компании в целом и не должен препятствовать владельцам акций принять решение, основываясь на конкретных условиях предложения о покупке;

- не должно создаваться притворных рынков по обращению акций компании-«мишени», компании-приобретателя или акций иных компаний, интересы которых затронуты в ходе поглощения, в той степе-

<sup>9</sup> См.: Кибенко Е.Р. Корпоративное право Великобритании. Законодательство. Прецеденты. Комментарии. Киев: Издательство «Юстиниан», 2003. С. 273.

<sup>10</sup> См.: Право Европейского Союза: Учебник для вузов / Под ред. С.Ю. Кашкина. М.: Юрист, 2003. С. 293-294.

<sup>11</sup> Российской правовой системе деление на публичные и частные компании незнакомо. С натяжкой к публичным компаниям можно отнести открытые акционерные общества.

ни, что колебание цены акций таких компаний оказалось искусственным и затронуло нормальную деятельность фондового рынка;

- приобретатель имеет право огласить условия предложения о покупке только в том случае, если он гарантировал, что сможет полностью в денежном выражении удовлетворить цену акционеров компании-«мишени»;

- сделанное предложение о покупке не должно более чем в разумных временных рамках препятствовать хозяйственной деятельности компании-«мишени».

Исходя из вышеозначенных принципов и провозглашая защиту интересов акционеров компании-«мишени» как приоритет любого поглощения публичной компании, Директива основное внимание уделяет вопросу использования тех или иных защитных механизмов в ходе поглощения публичных компаний путем предложения о покупке.

## **НЕДРУЖЕСТВЕННОЕ (ВРАЖДЕБНОЕ) ПОГЛОЩЕНИЕ**

Статьи 9, 11 и 12 Директивы определяют защитные механизмы, которые может использовать компания-«мишень» при попытке ее поглощения. Так, закрепляются два правила: «невмешательства» (ст. 9) и «захвата» (ст. 11). Статья 12, с другой стороны, закрепляет за государствами – членами ЕС систему договоренностей, в соответствии с которой то или иное правило может и не быть применено. Вводится двухуровневая система, которая на первоначальном уровне позволяет государствам – членам ЕС отказаться от применения двух вышеописанных правил, в то же время предоставляя компаниям государств – членом ЕС право по своему усмотрению какое-либо из этих правил применить. На втором уровне вводится принцип взаимности. Если государство – член ЕС применяет данную опцию, компания, которая находится в данном государстве-члене и решает прибегнуть к применению ст. 9 и/или 11, может быть лишена такого права в том случае, если приобретатель не применяет правила, предусмотренные ст. 9 и/или 11<sup>12</sup>.

*Правило «невмешательства» (The Neutrality Rule).* Правило «невмешательства», как уже было выше отмечено, предусмотрено ст. 9 Ди-

<sup>12</sup> См.: *Lekkas Georges. L'Harmonisation du Droit des Offres Publiques et la Protection de l'Investisseur. Étude Comparée des Règles en Vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique. Paris, 2001. P. 492-495.*

реактивы. Речь идет о том, что после публичного объявления о предстоящей сделке любой защитный механизм, которым захочет воспользоваться совет директоров (наблюдательный совет) компании-«мишени», подлежит предварительному одобрению общего собрания акционеров такой компании. С целью облегчения применения настоящего правила в таких случаях Директива требует от государств – членов ЕС принятия норм, требующих созыва общего собрания акционеров в кратчайшие сроки. В соответствии с Директивой активный поиск альтернативных покупателей не является нарушением правила «невмешательства»<sup>13</sup>. Что касается решений, принятых до публичного объявления о предстоящей сделке и не реализованных на момент такого объявления, то общее собрание акционеров должно рассмотреть те из них, которые не являются решениями, принятыми в рамках повседневной хозяйственной деятельности компании, и которые могут каким-то образом препятствовать успешному осуществлению сделки.

*Правило «захвата» (The Breakthrough Rule).* Статья 11 Директивы предусматривает двухступенчатое правило «захвата». Первая ступень используется, когда публичное объявление о предстоящей сделке (поглощении) имело место. В таком случае (а) все ограничения на передачу акций, предусмотренные уставными документами (устав, учредительный договор) и договорами (за рядом исключений), будут считаться недействительными по отношению к приобретателю в течение срока, предусмотренного для принятия предложения о покупке; (б) все ограничения в отношении права голоса на общем собрании акционеров компании-«мишени», на котором обсуждается вопрос о применении тех или иных средств защиты, прекращают свое действие. Акции, предоставляющие права нескольких голосов, на таком общем собрании акционеров будут предоставлять право лишь одного голоса.

Вторая ступень применяется в том случае, если в результате успешного осуществления сделки приобретатель довел свою долю в компа-

---

<sup>13</sup> Отсюда можно сделать вывод, что Директива не пресекает такие средства защиты от поглощения как (i) слияние с «белым рыцарем» (*white knight*), т.е. объединение с дружественной компанией, которую обычно называют «белым рыцарем», и (ii) слияние с «белым кавалером» (*white squire*) – брокер, приобретающий меньше акций, чем в контрольном пакете компании. См.: *Владимирова И.Г.* Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 1999, № 1. С. 27-48.; *Gaughan Patrick A.* Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring. Third Edition. John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002. P. 165-238.

нии-«мишени» до 75% от общего числа голосующих акций. В этом случае приобретатель имеет право созвать общее собрание акционеров компании-«мишени» и использовать свое право голоса согласно обычным корпоративным правилам (одна акция – один голос) для внесения изменений в учредительные документы компании-«мишени», а также для снятия и назначения новых членов совета директоров (наблюдательного совета). В данном случае никакие ограничения в отношении голосования или порядка снятия или назначения членов совета директоров, предусмотренные в учредительных документах или договорах компании-«мишени», не будут иметь юридическую силу.

Директива в то же время предусматривает компенсации для тех лиц, которые, обладая правами, перечисленными выше, были их лишены на основании ст. 11 Директивы. Такие права частично включают так называемые «золотые парашюты»<sup>14</sup>. Компенсации предоставляются в соответствии с национальным законодательством государств – членов ЕС.

*Возможность выбора.* В отношении возможности выбора применения или нет положений ст. 9 и 11 Директива опять же предоставляет двухуровневую систему такого выбора. На первоначальном этапе государства – члены ЕС имеют право воздержаться от применения правила «невмешательства» (ст. 9) и правила «захвата» (ст. 11). Это означает, что государства – члены ЕС имеют право (а) не требовать от компаний, учрежденных на их территориях, применять положения, ограничивающие полномочия совета директоров (наблюдательного совета) в принятии тех или иных средств защиты от поглощения и (б) не признавать недействительными положения учредительных документов, договоров, предназначенных для осложнения возможного поглощения.

На втором уровне государства – члены ЕС, решившие воздержаться от применения положений ст. 9 и 11 Директивы, должны предоставить компаниям, учрежденным на их территории, право выбора в отношении применения процедур, предусмотренных этими статьями Директивы.

---

<sup>14</sup> Заключение контрактов на управление является одним из наиболее часто используемых средств защиты от поглощения. Его суть состоит в том, что компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление, в которых предусматривается высокое вознаграждение за работу руководства. Это служит эффективным средством увеличения цены поглощаемой компании, так как стоимость «золотых парашютов» (*golden parachutes*) в этом случае существенно возрастает. См.: Рудык Н.Б. Золотые парашюты // Финансист. 2001. № 3 (март – апрель), С. 36-40.

Так, компании имеют право воспользоваться процедурами, предусмотренными в ст. 9 и/или 11 даже в том случае, если государство – член ЕС, где компания зарегистрирована, решило отказать в их применении. Решение компании и соответственно решение о внесении изменений в учредительные документы (если необходимо) должны быть приняты на общем собрании акционеров с соблюдением всех корпоративных правил и процедур государства места регистрации компании.

*Оговорка о взаимности (Reciprocity Clause).* Когда компания, применяющая правила, предусмотренные ст. 9 и/или 11, делает это по причине необходимости или самостоятельно принимает такое решение, государство – член ЕС, где компания-«мишень» зарегистрирована, имеет право освободить компанию-«мишень» от необходимости соблюдения таких правил в том случае, если приобретатель этим правилам не следует. Подобная ситуация может возникнуть когда приобретатель зарегистрирован в государстве – члене ЕС, которое решило воздержаться от применения правил, предусмотренных ст. 9 и/или 11, а компания-«мишень» находится в государстве – члене ЕС, которое, напротив, решило эти правила применить. Такая же ситуация может возникнуть, если такое государство – член ЕС решило отказать от применения правил, а компания-«мишень» решила такие правила применить, при том что приобретатель этого не сделал.

В отличие от возможности компании присоединиться к правилам, предусмотренным ст. 9 и/или 11 Директивы, положение о взаимности не предоставляет компаниям такого права непосредственно, оно позволяет государствам – членам ЕС по своему усмотрению решить, предоставлять такое право той или иной компании или нет.

Вышеозначенную двухуровневую систему более наглядно можно проиллюстрировать следующим образом. Предположим два варианта развития ситуации: (а) государство – член ЕС решает применить ст. 9 и/или 11 Директивы, в этом случае компании-резиденты такого государства не обладают правом отказать от применения таких правил. В то же время такое государство – член ЕС может позволить компаниям-резидентам отказать от применения правил, предусмотренных ст. 9 и/или 11, в том случае, если приобретатель таких правил не придерживается. Если государство – член ЕС этого не сделает, компания-резидент не может отказать от применения таких правил самостоятельно; (б) государство – член ЕС решает отказать от применения правил, предусмотренных ст. 9 и/или 11 Директивы, в этом случае за

компаниями-резидентами сохраняется право применять одно или оба правила. Компания опять же не может самостоятельно отказаться от применения правил, если оказывается, что приобретатель их не применяет. Лишь государство – член ЕС может позволить компании-резиденту отказаться от их применения.

## ДОСТУПНОСТЬ ИНФОРМАЦИИ

Дела Enron, WorldCom, а затем и Parmalat еще раз подчеркнули важность и необходимость доступа акционеров к хозяйственно-финансовой информации о деятельности публичной компании. Принципы «прозрачности» и «открытости» в Директиве отображены. От компаний, акции которых обращаются на фондовых биржах, требуется раскрывать в своих ежегодных отчетах структуру своего капитала и управления. Ежегодные отчеты публичных компаний должны в обязательном порядке содержать следующую информацию<sup>15</sup>:

- различные виды акций, в особенности акции, не предназначенные для обращения на бирже;
- крупные прямые или косвенные держатели акций;
- ограничения при передаче акций;
- особые права управления;
- соглашения, заключенные акционерами, в результате чего передача акций может быть ограничена;
- правила, регламентирующие снятие и назначение совета директоров компании, а также порядок принятия поправок в учредительные документы компании;
- полномочия совета директоров (наблюдательного совета), в особенности возможность выпускать или выкупать акции;
- любые соглашения между компанией и третьими лицами, которые вступают в силу, подлежат изменению или прекращению только после смены контроля компании в результате публичного поглощения путем предложения о покупке;
- любые соглашения между компанией и ее советом директоров (наблюдательным советом) или сотрудниками, предоставляющие компенсации, если последние уволятся по собственному желанию или будут уволены без веских оснований или потеряют работу в результате поглощения.

---

<sup>15</sup> Ст. 6 Директивы.

Перечисленная выше информация в отношении структуры капитала и управления компании должна также быть предоставлена на ежегодном общем собрании акционеров компании.

При всем видимом благе в отношении большей открытости компании думается, что требования Директивы в отношении раскрытия информации в случае средних компаний приведут к значительному увеличению «бумажной» волокиты<sup>16</sup>.

## ЗАЩИТА МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ

Директива закрепляет ряд принципов в отношении защиты миноритарных акционеров, а именно: равноправие акционеров компании-«мишени»; обязательное предложение о покупке; принцип справедливой цены и правило о денежных средствах. При этом если первый принцип применяется в отношении всех предложений о покупке, то остальные применяются исключительно к обязательным предложениям о покупке<sup>17</sup>.

*Принцип равенства (The Equal Treatment Principle)*. Ключевым принципом, отраженным в Директиве, является принцип «равноправия». Согласно ему всем акционерам компании-«мишени», владеющим акциями одинакового класса, должны быть предоставлены равноценные права. Здесь стоит сказать, что английское слово “equivalent”, используемое в тексте Директивы, вовсе не равнозначно слову “equal”, смысл которого именно в равенстве предоставляемых прав. Таким образом, представляется возможным, что приобретатель, используя неточность терминологии, может и не предоставить всем акционерам компании-«мишени», владеющим акциями одинакового класса, равные права. Данный принцип, как уже выше говорилось, применяется к акционерам компании-«мишени» во всех случаях поглощения: добровольного (акционеры самостоятельно продают свои акции) или обязательного (акционеры вынуждены продать свои акции в соответствии с требованиями действующего законодательства).

---

<sup>16</sup> См.: *Lekkas Georges*. L'Harmonisation du Droit des Offres Publiques et la Protection de l'Investisseur. Étude Comparée des Règles en Vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique. Paris, 2001. P. 482-486.

<sup>17</sup> См.: *Lekkas Georges*. L'Harmonisation du Droit des Offres Publiques et la Protection de l'Investisseur. Étude Comparée des Règles en Vigueur en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis d'Amérique. Paris, 2001. P. 487-492.

*Правило об обязательном предложении (The Mandatory Bid Rule).* Правило об обязательном предложении гарантирует то, что приобретатель по получении определенного процента от голосующих акций компании-«мишени», которые позволят ему осуществлять контроль над компанией, предложит оставшимся владельцам акций компании-«мишени» справедливую цену за акции, находящиеся во владении последних. Процент, по достижении которого будет считаться, что приобретатель получает контроль над компанией, равно как метод его расчета, остаются на рассмотрении государств – членов ЕС. В Германии и Великобритании, например, такой предел сейчас установлен в размере 30%<sup>18</sup>.

*Принцип справедливой цены (The Equitable Price Principle).* Принцип справедливой цены Директива рассматривает в двух плоскостях. Во-первых, в случаях, когда предусмотрено обязательное предложение, приобретатель обязан предложить справедливую цену, которая определяется как «наиболее высокая цена, которую бы заплатил приобретатель за такие же акции в течение срока, определяемого государствами – членами ЕС. При этом такой срок не может быть менее шести месяцев и более двенадцати месяцев до объявления о поглощении»<sup>19</sup>.

Во-вторых, приобретатель обязан предложить цену, равную наиболее высокой цене, которая была заплачена за акции после объявления о поглощении, если таковая выше первоначально предложенной цены.

Государства – члены ЕС могут частично отойти от применения правила о наиболее высокой цене, притом что компетентный регулирующий орган вносит изменения в исключительных случаях, а такие изменения в цене не противоречат цели правила об обязательном предложении.

*Денежные средства.* Директива предусматривает, что приобретатель за приобретаемые акции вправе предложить ценные бумаги, денежные средства или совокупность обоих средств. В то же время Директива говорит о том, что денежные средства должны быть предложены в обязательном порядке в следующих случаях:

- предлагаемые ценные бумаги не обращаются на фондовых биржах;

---

<sup>18</sup> См. §§ 29, 35 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpUG) в отношении Германии, а также Правило 9.1 City Code on Takeovers and Mergers в отношении Великобритании.

<sup>19</sup> Ст. 5 (4) Директивы.

- приобретатель до окончания поглощения приобрел акции компании-«мишени», составляющие 5% и более ее голосующих акций за денежные средства;
- государства – члены ЕС решают, что цена за приобретаемые акции компании-«мишени» должна быть уплачена денежными средствами.

## **ВЫТЕСНЕНИЕ АКЦИОНЕРОВ И ВЫКУП ПО СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЕ**

После того как в результате поглощения в распоряжении приобретателя будет находиться подавляющее большинство акций компании-«мишени», он имеет право «вытеснить» оставшихся акционеров, предложив им справедливую цену за их акции. Вводимая процедура вытеснения акционеров (squeeze-out procedure) может быть использована лишь в том случае, если приобретатель в результате поглощения или станет владельцем не менее 90% (по усмотрению государства – члена ЕС потолок может быть увеличен до 95%<sup>20</sup>) акций компании-«мишени», или приобретет (заключит договор на приобретение) не менее 90% акций компании-«мишени». Лишь в этих случаях можно требовать от оставшегося меньшинства продать принадлежащие им акции по справедливой цене.

Директива также закрепляет право акционеров, оставшихся в меньшинстве после окончания сделки по поглощению, требовать от акционера, владеющего контрольным пакетом акций (контроль определяется так же, как и в случае с процедурой «вытеснения»), выкупа принадлежащих им акций по справедливой цене (sell-out right). Санкции за нарушения, совершенные в процессе поглощения компаний, должны быть предусмотрены национальным законодательством.

## **ЗАЩИТА ПРАВА ВЫБОРА**

Директива исходит из принципа, что акционеры компании-«мишени» в своем выборе в отношении будущей продажи своих акций не должны быть зависимы от количества предоставляемого для этого времени и/или неточности предоставляемой информации.

---

<sup>20</sup> Такая возможность была предоставлена в связи с различием потолков в разных государствах – членах ЕС. Так в Великобритании он установлен в размере 90% (раздел 429-430В Companies Act), в то время как в Германии порог установлен в размере 95%.

**Время.** В соответствии с Директивой акционерам компании-«мишени» должно быть предоставлено достаточно времени, чтобы принять обдуманное решение в отношении предложения о покупке. Предложение, сделанное приобретателем, должно действовать не менее двух недель, но не более десяти недель с момента его опубликования в установленном порядке.

**Информация.** Директива предусматривает широкий перечень информации в отношении предложения о покупке, с которой должны быть ознакомлены акционеры компании-«мишени». Среди прочего в него входит следующая информация:

- условия предложения о покупке;
- информация о приобретателе, в случае если это юридическое лицо;
- наименование, вид и юридический адрес;
- информация об акциях, подлежащих приобретению;
- максимальный и минимальный процент или количество акций, которые планируется приобрести;
- информация в отношении финансирования предложения; и т.д.

## **КОМПЕТЕНТНЫЙ ОРГАН И ПРИМЕНИМОЕ ПРАВО**

Директива требует от каждого государства – члена ЕС определить компетентный орган, в полномочия которого будет входить осуществление контроля за сделками по поглощению публичных компаний. Это может быть не только государственный орган, но и саморегулирующаяся организация, такая как британская Комиссия по слияниям и поглощениям (Panel on Takeovers and Mergers).

Что касается ситуаций с трансграничными поглощениями публичных компаний, то по общему правилу отношения регулируются правом того государства, где находится зарегистрированный офис компании и где ее акции допущены к публичному размещению. Однако если зарегистрированный офис компании находится в одном государстве, а ее акции допущены к публичному размещению в другом государстве или если акции компании находятся в биржевом обращении нескольких стран, то применимое право определяется следующим образом. Если вопрос касается непосредственно сделки, то подлежит применению право той страны, где акции были допущены к публичному размещению (если они допущены к публичному размещению в нескольких странах). Если вопрос касается самой компании, то подлежит при-

менению право государства, на территории которого находится ее зарегистрированный офис. Соответствующие принципы применяются и при определении компетентного органа.

## ВМЕСТО ЗАКЛЮЧЕНИЯ

Директива «О предложениях о покупке», по сути, многие вопросы в отношении защиты прав акционеров при поглощении публичных компаний посредством предложения о покупке оставляет на рассмотрение национального права государств – членов ЕС, поэтому велика вероятность, что провозглашенные в Директиве принципы каждым государством – членом ЕС будут трактоваться и применяться по-разному.

Что касается попытки рецепции норм права ЕС российским законодателем, то, во-первых, в ЕС процедура «вытеснения» миноритарных акционеров применяется в отношении публичных компаний. Их специфика, как было отмечено, заключается в том, что уставный капитал таких компаний создается за счет *привлечения средств широких кругов акционеров*, компании имеют *право размещать акции по открытой подписке и котируют их на фондовой бирже*. Основным отличием российских открытых акционерных обществ от публичных компаний западного типа является то, что российские ОАО, к сожалению, в единичных случаях *привлекают средства широких кругов акционеров* и тем более *котируют свои акции на фондовых биржах*. Если российским ОАО на современном этапе их развития позволить избавиться от миноритарных акционеров, они тут же превратятся в «закрытые» – как по организационной форме, так и по существу. В отдельных сферах экономики это незамедлительно приведет к монополизации рынков товаров и услуг и, как следствие, к неконтролируемому росту цен.

Во-вторых, копирование корпоративных норм, применяемых в других странах, не кажется тем путем, по которому должно идти дальнейшее законодательное развитие России. К примеру, можно сказать, что директива ЕС «О предложении о покупке» разрабатывалась, обсуждалась и видоизменялась неоднократно в течение почти 30 лет. Не следует второпях утверждать очередную «модную» процедуру, а тем более в условиях становления макроэкономического рынка России и его интеграции в мировую экономическую систему.

Вместе с тем нельзя не отметить, что российская действительность диктует свои условия. Бывают случаи, когда миноритарный

портфельный акционер тормозит или блокирует принятие того или иного решения.

Во всем мире у акционеров есть два базовых права: на управление и на дивиденды. И если для мажоритарного акционера принципиально важным является право на управление и он старается больше контролировать все финансовые потоки, то от миноритарных акционеров необходимо «откупаться» дивидендами. В России регулярные выплаты дивидендов – явление редкое, отсюда и постоянная борьба между мажоритарными и миноритарными акционерами. От внутренней корпоративной борьбы проигрывает прежде всего само общество, потребители, т. е. мы с вами.