**Правительство Российской Федерации**

**Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования**

**"Национальный исследовательский университет
"Высшая школа экономики"**

**Факультет права**

**Кафедра предпринимательского права**

Магистерская программа «Корпоративный юрист»

**Магистерская диссертация**

На тему «Проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций» («Problems of regulation of takeover bids»)

 Магистрант группы № 25 МКЮ

Пикуза А.Н.

Научный руководитель

Старший преподаватель Максимова С.А.

Рецензент

к.ю.н., Доцент Чеховская С.А.

Москва, 2013 г.

**Содержание**

**Введение…………………………………………………………………………2**

**Глава 1 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в Великобритании и США…………………………………………………….…6**

**§ 1.1 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в Великобритании…6**

**§ 1.2. Регулирование публичного предложения о выкупе акций в США……………...20**

**§ 1.3. Характерные отличия подходов в регулировании публичного предложения о выкупе акций в Великобритании и США…………………………………………………36**

**Глава 2 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в РФ.....................................................................................................................43**

**§2.1. Цель регулирования публичного предложения о выкупе акции….…......…….…43**

**§2.2 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в РФ……………….....51**

**Глава 3 Проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций в РФ и его совершенствование……………………………………….70**

**§ 3.1. Проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций в РФ..…70**

**§3.2. Цель совершенствования действующего законодательства регулирующего публичное предложение о выкупе акций………………………..………………………....86**

**§ 3.3. Предложения по внесению изменений в законодательство, регулирующее публичное предложение о выкупе акций.………………………………………………….88**

**Заключение……………………………………………………………………...95**

**Список литературы…………………………………………………………….98**

*«More rubbish than wisdom has been talked about takeover bids.»[[1]](#footnote-1)*

**Введение**

Традиционно, отношения, связанные с установлением контроля над акционерными компаниями в форме приобретения значительного размера (подразумевающего влияние) акций, пользовались повышенным вниманием не только со стороны участников оборота, но также со стороны властей и общества, и нуждались в разработке специальных норм корпоративного права, регулирующих указанные отношения определенным образом. Специальное регулирование приобретения крупных пакетов акций, зародившееся в странах с развитой рыночной экономикой в качестве защитного инструмента противодействия грабительским и несправедливым приобретениям контроля над компаниями, постепенно сформировалось в высокоразвитый механизм регулирования общественных отношений. Примерами создания успешных механизмов регулирования публичного предложения могут служить модели, созданные в Великобритании и США.

В Российской правовой системе механизм регулирования приобретения крупного пакета акций формально зародился более 17 лет назад, т.е. с момента принятия Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»[[2]](#footnote-2) (далее- Закон об акционерных обществах либо Закон). Однако, указанный институт в изначальном своем виде фактически не работал. Новым этапом развития в Российской Федерации цивилизованных способов приобретения крупных пакетов акций, можно считать принятие Федерального закона от 05 января 2006 г. N 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»[[3]](#footnote-3), воспринявшего Британскую (Европейскую) модель регулирования.

Предметом рассмотрения настоящей работы, прежде всего, являются общественные отношения, связанные с регулированием публичного предложения о выкупе акций, складывающиеся как в Великобритании и США, так и в Российской Федерации, а также анализ, существующих проблем регулирования публичного предложения в Российской Федерации. Необходимо отметить, что в настоящей работе термин «публичное предложение о выкупе акций» (либо «публичное предложение») включает в себя способы приобретения крупного пакета акций[[4]](#footnote-4) акционерной компании, определенные такими понятиями как «обязательное предложение о приобретении акций публичных акционерных компаний», регулируемое законодательством Великобритании (takeover bids), «тендерное предложение, сделанное в отношении акций публичных акционерных компаний», регулируемое законодательством США (tender offer), а также «добровольное и обязательное предложение о приобретении акций открытого акционерного общества», регулируемое законодательством Российской Федерации.

Объектом изучения настоящей работы является непосредственно законодательство, регулирующее публичное предложение в Великобритании, США и Российской Федерации. Изучение соответствующего законодательства США и Великобритании позволит выявить отличительные особенности регулирования публичного предложения в каждом из указанных государств, что необходимо для дальнейшего понимания модели регулирования воспринятой Российской правовой системой.

Актуальность настоящей работы вызвана, прежде всего, увеличением, как в мире, так и в Российской Федерации, количества сделок, связанных с приобретением крупных пакетов акций открытых акционерных обществ (далее «компания-цель»), требующих создание действенного механизма регулирования таких отношений, учитывающего интересы всех участников отношений публичного предложения. Необходимо отметить, что вопросы регулирования публичного предложения в Российской Федерации, а также имеющиеся проблемы, связанные с таким регулированием были отражены в работах отечественных исследователей корпоративного права, таких как Ломакин Д.В., Степанов Д.И., Бегаева А.А., Габов А.В., Гомцян С.В., Попов А.Е. и др., а также в работах многих зарубежных исследователей, таких как Гохан П., Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу и многих др.

Цель настоящей работы, определена в самом ее названии, и заключается в определении существующих проблем, связанных с регулированием публичного предложения о выкупе акций в Российской Федерации. Причем, в связи с ограниченностью объема работы, в ней отражены не все, а только наиболее значимые, по мнению автора, проблемы. Для упрощения содержания текста, под понятием «акции», регулируемом законодательством Российской Федерации, в настоящей работе понимаются все обыкновенные акции и привилегированные акции открытого акционерного общества, предоставляющие право голоса в соответствии с пунктом 5 статьи 32 Федерального закона от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 05.04.2013) «Об акционерных обществах», а также эмиссионные ценные бумаги, конвертируемых в такие акции.

Для достижения цели настоящей работы были поставлены следующие задачи:

**1)** Исходя из того, что в настоящее время в мире господствующими являются две модели регулирования приобретения крупного пакета акций- Британская, ставшая основой для Европейской модели регулирования и американская, сформировавшаяся в США, базовой задачей настоящей работы является подробное изучение законодательного регулирования публичного предложения, сформировавшегося в Великобритании и США, особенности каждой модели регулирования и выявление характерных отличий в подходах регулирования публичного предложения в указанных государствах. Для полного понимания необходимости закрепления в институте публичного предложения существующих механизмов его регулирования, поставлена задача исследования истории развития публичного предложения в Великобритании и США.

 **2)** Следующей, не менее важной, задачей является исследование регулирования публичного предложения в Российской Федерации, ее характеристик, особенностей, а также определение цели такого регулирования, с учетом проведенного анализа регулирования Великобритании и США.

**3)** В заключительной части работы автором поставлена задача по изучению наиболее значимых, по мнению автора, проблем регулирования публичного предложения, сложившихся в настоящее время в Российской Федерации, и внесение предложений по изменению действующего законодательства РФ, регулирующее публичное предложение.

При написании настоящей работы автор планирует в основном использовать методы сравнительно-правового анализа и эмпирического исследования, т.к. считает, в рамках настоящей работы, указанные методы наиболее эффективными и позволяющими в полной мере раскрыть тему работы.

**При написании настоящей работы, автором была предложена следующая гипотеза: «Российская модель регулирования публичного предложения о выкупе акций, воспринявшая за основу Британскую (Европейскую) модель регулирования публичного предложения, подлежит доработке, в части подробного урегулирования порядка взаимодействия органов компании-цели, в том числе закрепления в законодательстве института «фидуциарных обязанностей» ее органов».**

**Глава 1 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в Великобритании и США**

**§ 1.1 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в Великобритании**

Традиционно, институт поглощения акционерной компании, путем публичного предложения о выкупе акций, считается возникшим в Великобритании, после второй мировой войны[[5]](#footnote-5), где он получил обозначение «takeover bids»[[6]](#footnote-6). Необходимо отметить, что еще до появления каких-либо формальных правил, регулирующих публичное предложение, участники рынка старались придерживаться определенных стандартов поведения. Хорошей практикой считалось направление приобретателем контрольного пакета акций предложения остальным акционерам компании-цели о приобретении акций на тех же условиях[[7]](#footnote-7). Следовательно, еще до создания механизма специального регулирования публичного предложения в Великобритании складывалась практика соблюдения принципа равного отношения ко всем акционерам компании-цели. Обязательного применения такие стандарты делового оборота на тот момент еще не получили, но определенные основы были заложены. Необходимо отметить, что, несмотря на периодически возникающие проблемы при приобретении контроля над акционерными компаниями, откровенно грабительских поглощений в Великобритании не происходило, благодаря сформировавшимся обычаям делового оборота, а также разработанным бизнес- сообществом рекомендательным актам, создавшим предпосылки, основы и среду для появления современного института публичного предложения[[8]](#footnote-8).

**Необходимость введения специального правового режима приобретения крупных пакетов акций можно объяснить существовавшими конфликтами интересов между владельцами крупных пакетов акций и миноритарными акционерами**[[9]](#footnote-9), **требовавшими урегулирования и предоставления определенной защиты миноритариям**[[10]](#footnote-10). Первые шаги в области правового регулирования публичных предложений в Великобритании были сделаны в 1950 - 1960-х гг. после проведения нескольких громких поглощений, продемонстрировавших необходимость введения специальных правил, защищающих права и законные интересов акционеров[[11]](#footnote-11). В июне 1959 г., по инициативе Банка Англии началось обсуждение возможности создания кодекса делового оборота, который бы регулировал отношения, связанные с приобретением крупных пакетов акций публичных компаний[[12]](#footnote-12). И уже в октябре того же года Ассоциация эмиссионных домов[[13]](#footnote-13) предприняла попытку саморегулирования отношений, связанных с публичным предложением и опубликовала кодекс поведения под названием «Разъяснения к поглощению Британских компаний»[[14]](#footnote-14) (далее- Разъяснения к поглощению), во многом предопределивший появление Кодекса Сити. Так, в частности, указанный документ содержал правило, регулирующее публичное предложение в более жесткой форме и предусматривающее направление предложения о приобретении акций только в отношении всех акций компании-цели. Предложение в отношении части акций могло быть направлено только в исключительных случаях и только всем акционерам одновременно, при этом акции должны были выкупаться пропорционально их долям. Сформированные в Разъяснениях к поглощению требования, несомненно, обеспечивали равенство акционеров и, следовательно, достигали определенных целей, стоящих перед институтом публичного предложения. Также, в Разъяснениях к поглощению обращалось внимание на обязанность совета директоров компании-цели по доведению должным образом до акционеров всей необходимой информации, касающейся публичного предложения, наравне со своими рекомендациями, позволяющими акционерам принять обоснованное и взвешенное решение относительно судьбы принадлежащих им акций. Дальнейшее развитие публичного предложения показало необходимость совершенствования механизма его регулирования. Так, в начале 1963 г. разгорелась борьба за контроль над компанией Whitehead iron and Steel. Один из приобретателей сделал публичное предложение акционерам компании и в то же время скупал акции напрямую у ряда институциональных инвесторов на более выгодных условиях, что повлекло отказ двух крупных акционеров от заключения сделки, указавших на несправедливость их условий по отношению ко всем остальным акционерам. Регулирование подобных ситуаций формально не было освещено в Разъяснениях к поглощению, но противоречило их главной цели, необходимости обеспечения равного отношения ко всем акционерам компании-цели. Под давлением общественности приобретатель был вынужден сделать всем оставшимся акционерам предложение на равных условиях[[15]](#footnote-15).

Формировавшаяся практика регулирования публичных предложений привела в октябре 1963 г. к публикации «Пересмотренных разъяснений к поглощению и слиянию компаний» (далее- Пересмотренные разъяснения)[[16]](#footnote-16). Документ представлял собой не просто доработку старых разъяснений, а, скорее, полную их переработку. Согласно требований Пересмотренных разъяснений, акционеры, являющиеся директорами компании или имеющие близкую связь с советом директоров[[17]](#footnote-17) и намеривающиеся продать свою долю акций, представляющую эффективный контроль, были обязаны осторожно проанализировать повлияет ли продажа их доли на позицию других акционеров и должны ли они вследствие этого обеспечить предоставление всем акционерам равной возможности продать акции. Таким образом, **Пересмотренные разъяснения сформировали правило, в соответствии с которым при отчуждении контрольного пакета акций, на владельцев мажоритарных пакетов акций и членов совета директоров компании-цели возлагалась обязанность проявить должную заботу о миноритарных акционерах[[18]](#footnote-18).** Необходимо обратить внимание, что приведенные положения подразумевали лишь смену, а не «собирание» контроля.

В октябре 1967 г. Банком Англии была организована комиссия, в которую вошли представители профессиональных объединений банков, инвестиционных трастов, страховых и промышленных компаний, фондовых бирж и пенсионных фондов[[19]](#footnote-19). Результатом работы комиссии стало опубликование 27 марта 1968 г. Кодекса Сити по поглощениям и слияниям (The City Code on Takeovers) (далее- Кодекс Сити)[[20]](#footnote-20). С этой же даты в Великобритании начал полноценно функционировать независимый Комитет по поглощениям и слияниям (The Panel on Takeovers and Mergers)(далее- Комитет по поглощениям)[[21]](#footnote-21), созданный в качестве саморегулируемой организации в который вошли представители Центрального банка Англии, Лондонской валютной биржи, а также лица, делегированные ведущими финансовыми организациями страны. Основные функции Комитета по поглощениям заключались в подготовке и публикации Кодекса Сити и в последующем его администрировании, в том числе даче разъяснений по вопросам применения содержащихся в нем правил[[22]](#footnote-22). Не смотря на то, что Кодекс Сити изначально не являлся нормативным правовым актом, имеющим силу закона, при несоблюдении его положений применялись правовые санкции. Его соблюдение участниками рынка являлось добровольным, однако на практике значение Кодекса Сити было ключевым, так как значительное число публичных компаний во избежание репутационных рисков[[23]](#footnote-23) придерживалось его положений. Базовые принципы Кодекса Сити сформулированы очень широко, при этом Кодекс не определяет ни пределов их применения, ни исключений из них. Общепризнанный постулат участников публичных предложений- применение Кодекса Сити требует неукоснительного соблюдения не только буквы, но и духа закона[[24]](#footnote-24). **Главные характеристики английской модели публичного предложения** отражены именно в Кодексе Сити-это **направление обязательного предложения** о продаже принадлежащих акционерам акций, **ограничение полномочий директоров компании** на противодействие приобретению акций, **определяющая роль акционеров** в принятии публичного предложения.

Закрепление в Кодексе Сити обязанности по направлению публичного предложения всем акционерам компании-цели, вместо существовавшей ранее обязанность оценки смены контроля, свидетельствовало о переходе английской системы регулирования публичного предложения к презумпции негативного эффекта при смене контроля[[25]](#footnote-25). Необходимо подчеркнуть, что в принятой редакции Кодекса Сити 1968 г., равное обращение ко всем акционерам компании-цели гарантировалось только благодаря наличию требования к директорам компаний, отчуждающих эффективный контроль[[26]](#footnote-26), по обеспечению направления приобретателем контрольного пакета акций публичного предложения всем остальным акционерам. Данное правило являлось некой усеченной формой публичного предложения, так как действовало лишь в отношении приобретения контроля у директоров. В указанной ситуации неминуемо создавался конфликт интересов: директора могли действовать в собственных интересах, пренебрегая интересами компании в целом и миноритарных акционеров в частности. Указанное обстоятельство, безусловно, являлось минусом положений Кодекса Сити с Пересмотренными разъяснениями, т.к. влекло сужение круга обязанных лиц путем исключения из него крупных акционеров. Однако не нужно забывать, что Кодекс Сити был лишь ориентиром, а потому любые действия, противоречащие цели регулирования, не поощрялись. Более того, при приобретении крупного пакета акций компании-цели обязательными были консультации с Комитетом по поглощениям, который считал, что приобретение контроля не только у директоров, но и у крупных акционеров (которые собственно и назначают директоров) являлось основанием для направления публичного предложения[[27]](#footnote-27). Между тем, регулирование Кодексом Сити, как и Пересмотренными разъяснениями, лишь смены контроля, а не его аккумулирование, позволяло осуществлять приобретение небольших пакетов акций компаний на открытом рынке с целью установления контроля, без возникновения обязанности сделать предложение остальным акционерам, что позволило, в 1972 г. компании Consolidate Signal за несколько месяцев получить более 50% акций компании Venesta International[[28]](#footnote-28), при этом Комитет по поглощениям подтвердил, что действующая на тот момент редакция Кодекса Сити не предусматривала обязанность сделать предложение всем оставшимся акционерам[[29]](#footnote-29). Регулятор быстро отреагировал на изменившуюся реальность и в январе 1972 г. опубликовал правило[[30]](#footnote-30), согласно которому приобретение лицом более 40% акций компании-цели, обязывало сделать всем остальным акционерам предложение о выкупе их акций[[31]](#footnote-31). Цена предложения должна была быть не ниже наивысшей цены, уплаченной в течение последних 12 месяцев[[32]](#footnote-32). Следовательно, с 1972 г. можно отсчитывать срок появления современного института обязательного предложения. При этом, следует отметить одну важную особенность: в отличие от схожих правил Кодекса Сити 1968 г., обязывающих директоров обеспечить направление публичного предложения приобретателем контрольного пакета акций, редакция 1972 г. возложила такую обязанность непосредственно на самого приобретателя. Тем самым был осуществлен переход института обязательного предложения из сферы отношений директоров/мажоритарного акционера и миноритариев в плоскость отношений приобретателя (нового мажоритарного акционера) и миноритариев. В тоже время продолжал действовать институт «специального» обязательного предложения, когда обязанность по направлению публичного предложения возникала лишь при отчуждении акций директорами/мажоритарным акционером. Применение «общего» и «специального» правил было неудобно, нередко вызывало путаницу. Возникшие затруднения легко продемонстрировать на примере публичного предложения в отношении акций компании Greencoat Properties[[33]](#footnote-33). Компания Marc Gregory Ltd. в 1972 г. сначала приобрела чуть менее 30% компании Greencoat Properties у двух крупных акционеров, что не задействовало правило «специального» обязательного предложения. После этого приобретатель довел долю до 32,5% путем покупки мелких пакетов на открытом рынке, что было менее 40% порога, с пересечением которого необходимо было сделать «общее» обязательное предложение. У многих экспертов появилось ощущение искусственности и манипулирования. Складывалась странная практика, позволявшая приобрести чуть менее 30% акций у крупных акционеров и потом пересечь этот порог и довести долю до чуть менее 40% посредством покупки акций на открытом рынке, и ни одно из двух правил об обязательном предложении не действовало[[34]](#footnote-34). Сосуществование «общего» и «специального» обязательных предложений не могло продолжаться долго, и в 1974 г. были внесены соответствующие поправки в Кодекс Сити, согласно которым, любое приобретение более 30% акций независимо от способа и статуса продавцов означало установление контроля и обязывало сделать предложение всем оставшимся акционерам[[35]](#footnote-35). Установленное правило получило название **правила об обязательном предложении (The takeover bid rule)**, в соответствии с которым приобретатель пакета акций, предоставляющего (вместе с акциями, имеющимися у связанных и совместно действующих лиц) свыше 30% голосов на общем собрании акционеров[[36]](#footnote-36) от голосующих акций компании-цели, обязан предложить оставшимся владельцам акций компании справедливую цену за акции, находящиеся во владении последних, которая определяется как наивысшая цена, по которой приобретатель (связанные и совместно действующие лица) приобретал эти акции в течение 12 месяцев до даты направления предложения. Это одна из наиболее значимых норм Кодекса Сити[[37]](#footnote-37). Однако, необходимо отметить, что Комитет по поглощениям может принять решение о смягчении требования о направлении обязательного предложения, если свыше 30% акций компании-цели приобретено «случайно или по неосторожности» (лицо приобрело свыше 30% акций, но не имеет намерения совершить поглощение). Такому лицу может быть разрешено не направлять обязательное предложение при условии, что оно понизит свою долю до уровня менее 30% голосующих акций.

Действующая редакция Кодекса Сити (редакция 1985 г., с последними изменениями от 20.05.2013 г.)[[38]](#footnote-38) развила концепцию предоставления максимальной защиты акционерам компании-цели при публичном предложении[[39]](#footnote-39). При этом, **Кодекс Сити выработал шесть основополагающих принципов надлежащего поведения приобретателя при направлении предложения о выкупе акций**[[40]](#footnote-40).

**1.** Всем владельцам ценных бумаг одного и того же класса в компании-цели должны быть предложены равные условия, в том числе предложена справедливая цена за приобретаемые акции (The Equitable Price Principle) и предоставлен равный объем информации. Указанный принцип называется **Принципом равного отношения ко всем акционерам** (принцип равноправия) **(The equal Treatment Principle)**, и является фундаментальным принципом Кодекса Сити.

**2.** Держателям ценных бумаг компании-цели должны быть предоставлены необходимое время и информация для принятия обоснованного решения на поступившее в общество публичное предложение. Предложение, сделанное приобретателем, должно действовать не менее двух недель, но не более десяти недель с момента его опубликования в установленном порядке. Кодекс Сити содержит широкий перечень информации в отношении публичного предложения, с которой должны быть ознакомлены акционеры компании-цели. Среди прочего в него входят: условия публичного предложения; информация о приобретателе, 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.

**3**. Совет директоров компании-цели должен действовать в интересах компании в целом, надлежащим образом информировать акционеров о поступившем публичном предложении и не вправе препятствовать отдельным акционерам в принятии собственного решения относительно поступившего предложения. Указанный принцип называется **Правилом невмешательства (The Neutrality Rule).** В соответствии с указанным принципом, если совет директоров компании-цели имеет основания полагать, что направление публичного предложения является неминуемым, то не должен без одобрения общего собрании акционеров в течение срока действия публичного предложения или до его объявления:

- принимать какие-либо действия, способные повлечь срыв направленного или возможного публичного предложения или лишить акционеров возможности в принятии решения по его условиям;

- осуществлять эмиссию объявленных, но неразмещенных акций, передавать или продавать казначейские акции (или заключать соглашения о передаче или продаже казначейских акций), осуществлять эмиссию или предоставлять опционы в отношении неразмещенных акций, осуществлять эмиссию конвертируемых в акции ценных бумаг; продавать, ликвидировать или приобретать материальные активы; заключать соглашения, которые бы не заключались при обычных условиях осуществления хозяйственной деятельности компанией[[41]](#footnote-41). При этом в целях применения Правила невмешательства изменение или заключение трудового контракта с членом совета директоров, в результате которого устанавливается его необычно высокое вознаграждение (использование «золотых парашютов»), также считается соглашением, которое бы не заключалось при обычных условиях осуществления хозяйственной деятельности компанией-целью.

**4.** Рыночная стоимость ценных бумаг приобретателя, компании-цели и иных компаний, которых касается публичное предложение, не должна привести к их искусственному снижению или росту, способному нарушить нормальную торговлю этими ценными бумагами на открытом рынке.

**5.** Публичное предложение может быть направлено, только если приобретатель убежден в своей способности уплатить предложенное вознаграждение. Защита выплаты денежных вознаграждений должна быть обеспечена всеми необходимыми мерами.

**6.** Компания-цель не может быть ограничена в осуществлении своей деятельности более, чем это необходимо в связи с публичным предложением.

Все иные положения Кодекса Сити направлены на конкретизацию и реализацию этих принципов. Необходимо отметить, что Европейская модель публичного предложения о приобретении акций акционерных компаний базируется по большей части на установках английского права. При этом, несмотря на предпочтение в Великобритании системы саморегулирования, как более гибкой по сравнению с нормативно-правовым регулированием, после принятия Директивы Европейского парламента и Совета ЕС от 21 апреля 2004 г. (далее- Директива ЕС 2004/25)[[42]](#footnote-42), вступившей в силу 01 мая 2004 г. и наступления срока ее имплементации 20 мая 2006 г. странами-участницами, ситуация изменилась. Положения Директивы ЕС 2004/25 были включены в Закон о компаниях 2006 г. (далее- Закон о компаниях) (принят во исполнение Директивы ЕС 2004/25, последние поправки вступили в силу 1 марта 2009 г.)[[43]](#footnote-43) и правила, установленные в Кодексе Сити, получили в Великобритании силу закона[[44]](#footnote-44). В данном случае совершенно точным представляется мнение Д.И. Степанова, что европейский подход к регулированию слияний и поглощений имеет английские корни[[45]](#footnote-45).

Необходимо также отметить, что механизм публичного предложения включает в себя также регулирование порядка вытеснения миноритарных акционеров, в случае, если приобретатель в результате публичного предложения приобретает «достаточно крупный» пакет акций (свыше 90% акций), но при этом не получает полного контроля над компанией. Такое приобретение регулируется Законом о компаниях, в котором установлено, что, если публичное предложение принимается большинством акционеров, приобретатель должен иметь возможность вывести миноритариев из состава акционеров, предложив им справедливую цену за акции. Вводимая процедура вытеснения акционеров (squeeze-out procedure) может быть использована лишь только в случае, если приобретатель в результате публичного предложения станет владельцем не менее 90%[[46]](#footnote-46) акций компании-цели или приобретает (заключает договор на приобретение) не менее 90% акций компании-цели. В этих случаях приобретатель может требовать от оставшихся акционеров продать принадлежащие им акции по справедливой цене. Аналогичным образом Закон о компаниях закрепляет право акционеров, оставшихся в меньшинстве после окончания публичного предложения 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). Необходимо подчеркнуть, что в Великобритании в принципе отсутствует какое-либо требование для определения справедливой цены в случаях вытеснения миноритарных акционеров и, как правило, она равна цене приобретения акций при публичном предложении[[47]](#footnote-47). Юристы-практики считают, что это обстоятельство не препятствует процедуре вытеснения[[48]](#footnote-48). Несогласный акционер имеет право в течение шести недель с момента направления уведомления о выкупе акций в судебном порядке оспорить справедливость условий приобретения и потребовать увеличения возмещения по отношению к выкупаемым акциям. Практика же показывает, что доказать несправедливость публичного предложения, принятого более чем 90% акционеров, чрезвычайно проблематично. Суды расценивают акцепт оферты акционерами, владеющими более чем 90% акций, как презумпцию справедливости условий выкупа акций и не пересматривают условия публичного предложения.

**Основные выводы:**

**1)** Анализ развития регулирования публичного предложения в Великобритании показал, что основной целью формирования указанного института являлась защита прав миноритарных акционеров, путем установления правила об обязательном предложении, основными характеристиками которого являются: 1) направление приобретателем определенного пакета акций, позволяющего осуществлять контроль над компанией (30%,50,75%) обязательного предложения всем оставшимся акционерам компании о продаже принадлежащих им акций по наивысшей цене, которой приобретатель (связанные и совместно действующие лица) приобретал эти акции в течение 12 месяцев до даты направления предложения; 2) ограничение полномочий директоров компании на противодействие приобретению акций; 3) предоставление определяющей роли акционерам в принятии решений о продаже акций на поступившее публичное предложение.

**2)** Кодекс Сити, регулирующий публичные предложения в Великобритании, в процессе эволюции института публичного предложения сформировал шесть основных принципов, направленных на защиту прав акционеров при публичном предложении: 1) предоставление равного отношения ко всем акционерам компании-цели; 2) предоставление акционерам необходимого времени и информация для принятия обоснованного решения; 3) запрет совету директоров препятствовать в принятии собственного решения акционерами компании; 4) предотвращение искусственного снижения или увеличения стоимости приобретаемых акций; 5) направление публичного предложения только в случае уверенности приобретателя в способности уплатить стоимость приобретаемых акций; 6) запрет ограничения деятельности компании-цели более, чем это необходимо в связи с публичным предложением.

**3)** При приобретении приобретателем более 90% акций компании-цели, включаются механизмы защиты прав акционеров, регулируемые Законом о компаниях, позволяющие приобретателю мажоритарного пакета акций требовать от оставшихся акционеров компании-цели продажи принадлежащих им акций (squeeze-out) по справедливой цене либо миноритарным акционерам требовать от приобретателя более 90% акций, выкупа принадлежащих им акций по справедливой цене (sell-out right).

**§ 1.2. Регулирование публичного предложения о выкупе акций в США**

Техника приобретения акций, позволяющая установить контроль над акционерной компанией, была заимствована в США у английской правовой системы в середине 60-х годов XX века и получила название в американской правовой системе, как **тендерное предложение («tender offer»)**[[49]](#footnote-49), т.е. предложение о приобретении акций, адресованное всем акционерам акционерной компании[[50]](#footnote-50). Несмотря на то, что механизм перераспределения корпоративного контроля, связанный с публичным предложением, был известен американскому обороту и ранее, его законодательное закрепление в американском праве, положившим начало специальному регулированию, обычно связывают с принятием в 1968 г. Закона Уильямсона (Williams Act)[[51]](#footnote-51) (получившего название по имени своего «крестного отца» в Сенате), внесшего соответствующие изменения в Закон о фондовой бирже 1934 г.[[52]](#footnote-52) (Securities Exchange Act, далее- Закон о бирже). Нормы указанного Закона подлежат применению на всей территории США. Разъяснение применения его норм осуществляется Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) - независимым федеральным агентством, созданным для обнародования и приведения в исполнение правил и норм Закона о биржах[[53]](#footnote-53).

Необходимо отметить, что принимая Закон Уильямса, Конгресс США исходил из того, что **тендерным предложением должно являться публично сделанное приглашение, направленное всем акционерам компании, предложить свои акции для продажи по определенной цене**[[54]](#footnote-54). Однако, в дальнейшем судебная практика и разъяснения Комиссии по ценным бумагам и биржам США стали расширительно толковать указанный термин, распространяя правила о тендерном предложении, также на некоторые другие сделки по покупке акций компании-цели, которые не подпадают под определение классического тендерного предложения, но могут содержать в себе потенциальную возможность понуждения продавцов акций на принятие поспешного, неинформированного и необдуманного решения о продаже акций. Например, приобретение акций в результате ряда сделок, заключенных в течение относительно короткого периода времени с большим числом акционеров посредством проведения отдельных переговоров с ними, без фактического публичного объявления о приобретении акций, является тендерным предложением, но, в тоже время не является тендерным предложением приобретение обыкновенных акций компании на открытом рынке, даже осуществленное с целью установления контроля над ней, так как в последнем случае на продавца-владельца соответствующих акций не может быть оказано никакое давление анонимным покупателем[[55]](#footnote-55). Необходимо отметить, что единое понимание термина «тендерное предложение» и его законодательное определение отсутствует в американском законодательстве[[56]](#footnote-56). Комиссия по ценным бумагам и биржам разработала тест восьми факторов, наличие по меньшей мере шести из которых свидетельствует о том, что имеет место тендерное предложение[[57]](#footnote-57),однако суды восприняли это по-разному, что привело к появлению разногласий в судебной практике[[58]](#footnote-58) и отсутствию правовой определенности[[59]](#footnote-59). **Типичное определение тендерного предложения, ставшего уже традиционным, дано в деле Hanson Trust PLC v. ML SCM Corp. (1985), в котором оно определяется как «общее обнародованное предложение отдельного лица или группы лиц приобрести акции публичной[[60]](#footnote-60) компании за цену, значительно превышающую текущую рыночную цену»**[[61]](#footnote-61). При этом, проблема, с которой сталкивается компания, стремящаяся получить контроль над публичной компанией посредством предложения о приобретении акций на открытом рынке, состоит в возможной квалификации при некоторых обстоятельствах таких приобретений как тендерных предложений. Указанное обстоятельство влечет за собой необходимость соблюдения следующих основных требований, предъявляемым к тендерным предложениям[[62]](#footnote-62): **правило о наилучшей цене (best price rule)**, согласно которому приобретатель обязан предложить всем акционерам самую высокую цену, которую он заплатил кому-либо из них[[63]](#footnote-63); **правило о всех держателях (all-holders rule)**, предписывающее равное отношении ко всем акционерам, что в частности, предполагает направление предложения всем держателям акций[[64]](#footnote-64); требование о том, что **тендерное предложение должно быть в силе в течение определенного срока** и продлено в случае изменения его условий[[65]](#footnote-65); положение о **наделении акционеров правом отозвать акцепт в любое время**[[66]](#footnote-66). При этом Закон о бирже требует, чтобы любое увеличение цены покупки в рамках тендерного предложения было распространено на всех акционеров, предлагающих свои акции к продаже, даже в случае, если они согласились на продажу по низкой цене[[67]](#footnote-67).

Необходимо отметить, **что публичное предложения в США имеет двухуровневую систему регулирования- как на федеральном, так и на уровне отдельных штатов.** Для федерального подхода в регулировании приобретения крупного пакета акций характерно не возложение на приобретателя акций обязанности по направлению предложения другим акционерам компании о продаже принадлежащих им акций, а установление обязанности по раскрытию соответствующей информации надлежащим образом. **Тендерное предложение не является обязательным предложением, однако оно адресуется неопределенному кругу лиц, т.е. является предложением публичным, когда оферент имеет цель приобрести крупный пакет акций, как минимум, 5%**[[68]](#footnote-68). **Обязанность по раскрытию информации возложена как на лицо, намеревающееся приобрести акции компании-цели, так и на совет директоров этой компании.** Кроме того, любое лицо после приобретения более 5% акций публичной компании обязано в течение 10 дней после такого приобретения сообщить об этом эмитенту ценных бумаг, всем фондовым биржам, на которых обращаются эти ценные бумаги, а также Комиссии по ценным бумагам и биржам США[[69]](#footnote-69). В дополнение к этой информации приобретатель обязан сообщить причины приобретения акций и будущие планы или намерения в отношении компании-цели. Правила раскрытия информации, разработанные в основном в целях рыночной транспарентности, информируют компанию о том, что она может стать объектом поглощения, и тем самым способны оказывать значительное влияние на мобильность рынка корпоративного контроля.

**Регулирование публичного предложения на втором уровне в США осуществляется корпоративным законодательством каждого штата, которое, как правило, имеет свои отличия.** При этом необходимо отметить, что законодательство всех штатов США, регулирующее публичное предложение, наделяет акционеров специальными правами, наиболее значимым из которых является **право акционера требовать определения справедливой цены (fair value)** принадлежащих ему акций путем оценки их стоимости и последующего выкупа акций по такой справедливой цене (appraisal right)[[70]](#footnote-70). Между тем, законодательство штатов подчас не содержит детально разработанный метод оценки стоимости акций принадлежащих миноритарному акционеру. Во многих штатах цена выкупаемых акций определяется как их рыночная цена. В штате Делавэр, например, суд оценивает не только стоимость самих акций, но и размер возможного дохода по ним[[71]](#footnote-71). Примечательным является тот факт, что единообразие в регулировании публичного предложения на уровне штатов поддерживается благодаря влиянию Закона штата Делавэр о корпорациях, часто служащего прототипом для корпоративных законов других штатов. Кроме того, основным источником регулирования публичного предложения на уровне каждого штата стали судебные прецеденты. При этом, регулирование публичного предложения в США осуществляется с учетом обобщенных положений прецедентного права США в несколько усовершенствованном правоведами виде, которые зафиксированы в Сводах права (Restatement of the Law) по различным темам, выпускаемым Американским институтом права (American Law Institute). Эти документы не имеют нормативного характера, но суды всех штатов охотно ссылаются на них как на весьма авторитетный источник[[72]](#footnote-72).

**Американский подход регулирования публичного предложения, с учетом высокоразвитого фондового рынка в США, позволяет продать акции по цене как минимум равной или большей существующей**, поскольку с публичным предложением цена акций компании-цели как правило всегда повышается по отношению к существующей при объявлении о таком приобретении. По этому поводу в отечественной литературе существует точка зрения о том, что американская модель регулирования публичного предложения позволяет предоставить минимум статутных гарантий защиты прав и законных интересов инвесторов в части возвратности средств, вложенных в акции компании, ставшей объектом поглощения[[73]](#footnote-73).

***Необходимо отметить, что тендерное предложение в США эффективно благодаря двум факторам: дисперсности структуры собственности на акционерный капитал (при этом контроль над компанией в США сложно приобрести путем покупок на открытом рынке[[74]](#footnote-74)), а также имеющейся у совета директоров способности противодействовать установлению контроля.*** Можно утверждать, что правила, регулирующие публичные предложения в США, по большому счету были сформированы под воздействием профессиональных директоров и менеджмента компаний. В данном контексте, в конце 1980-х годов, под воздействием судебной практики, формируется американская модель регулирования приобретения крупных пакетов акций компаний, в которой, за основу принимается право директоров компании-цели на противодействие публичному предложению, если тот сочтет необходимым в интересах акционеров или компании противодействовать публичному предложению. Регулирование обязанностей совета директоров при публичном предложении в каждом штате осуществляется самостоятельно, между тем основные положения касающиеся обязанностей директоров, как правило копируются из Типового закона о коммерческих корпорациях (Model Business Corporation Act), который непрерывно совершенствуется комитетом, работающим при Американском институте права- Американской ассоциации адвокатов (American Law Institute-American Bar Association-ALI-ABA)[[75]](#footnote-75). Главной обязанностью директоров при публичном предложении является объективная оценка поступившего в компанию предложения и сделанная, на основе такой оценки рекомендация компании по принятию соответствующей модели поведения. Действия директоров оцениваются согласно **презумпции добросовестности (bisness judgment rule)**, в соответствии с которой совет директоров защищен до тех пор, пока акционеры не докажут, что в принятии бизнес решения директор не действовал с должной осторожностью, честно и на благо компании. Презумпция добросовестности позволяет защитить директоров от ответственности в тех случаях, когда они действуют в полном соответствии со своими обязанностями и должной осторожностью (exercising due care), подразумевающей принятие директорами решений, основанных на достаточной осведомленности и только после получения всей доступной информации, а также после оценки всех относящиеся к делу обстоятельств. В данном контексте показательным является дело компании Smith v. Van Gorkom (1985)[[76]](#footnote-76), слушавшееся в штате Делавер, в котором был нанесен удар по презумпции добросовестности, когда суд решил, что совет директоров компании Trans-Union, и в частности ее генеральный директор Джером Ван Горком, несут персональную ответственность за действия, предпринятые в связи с одобрением предложения о слиянии «без расчетов наличными», а также за рекомендацию этой сделки акционерам. Судья вынес решение, исходя из того, что члены совета директоров Trans Union при принятии решения недостаточно проявили должную осторожность, а именно, советом директоров было принято решение без изучения соглашение о слиянии и других необходимых документов, в том числе отчета об оценке предложенной цены акций, при этом директора одобрили соглашение о слиянии, опираясь только на заявлениях нескольких членов команды менеджеров и, как следствие, не предоставили акционерам компании полную информацию обо всех существенных фактах сделки[[77]](#footnote-77). Суд решил, что признание делового решения совета директоров обоснованным, зависит от того, опирались ли директора до принятия ими такого решения на всю доступную им существенную информацию[[78]](#footnote-78).

Необходимо отметить, что Законодательство США, основываясь на презумпции добросовестности и разумности действий директоров при поступлении в компанию публичного предложения, дает последним широкие полномочию для принятия защитных действий, в случае, когда совет директоров посчитает публичное предложение враждебным. Причем, совет директоров вправе применять как превентивные методы защиты, создаваемые еще до появления непосредственной угрозы враждебного поглощения (их еще называют защитой до предложения (pre-offer defenses)), так и активные методы защиты, к которым прибегают уже после того, как приобретатель выдвинул тендерное предложение (их еще называют защитой после предложения (post-offer defenses)). Подавляющее большинство методов защиты может быть применено как до, так и после возникновения непосредственной угрозы поступления в компанию-цель враждебного публичного предложения. Наиболее используемые советом директоров защитными тактиками являются: «**ядовитая пилюля» (poison pill),**  под которойпонимается выпуск прав, позволяющих существующим акционерам приобретать новые ценные бумаги на льготных условиях[[79]](#footnote-79); з**ащита с использованием продажи «драгоценной короны» (sale of crown jewel)**, подразумевающая принятие решений по продаже компанией-целью особенно привлекательных активов; **тактика «белого рыцаря» (white knight),** под которой понимаютметод защиты от враждебного поглощения, путем нахождения дружественной компании (компания, чтобы сохранить независимость, также может продать крупный пакет акций дружественному инвестору- **«белому сквайру» (white squire),** которого компания не воспринимает как угрозу).

**Действия Совета директоров компании-цели направленные на противодействие враждебному приобретению акций являются эффективными, благодаря принятому в США подходу, часто именуемым «системой двойного вето».** Исходя из указанного подхода полномочия по принятию решения по поступившему в обществу тендерному предложению находятся в совместном ведении совета директоров компании-цели и ее акционеров: без одобрения совета директоров предложение не может быть включено в повестку дня общего собрания акционеров, а без согласия акционеров оно не может быть принято или отвергнуто. Эта модель эффективна в плане разрешения конфликта интересов между покупателем и акционерами компании-цели посредством координации действий последних в лице совета директоров[[80]](#footnote-80). С другой стороны, вклад совета директоров в снижение оппортунизма со стороны покупателей может быть нивелирован оппортунизмом со стороны самого совета директоров. Следовательно, определение соответствующей компетенции совета директоров должно преследовать цель достижения равновесия между, с одной стороны, неуместным использованием защитных мер против публичных предложений для сохранения позиций членов совета директоров и их должным использованием для защиты интересов акционеров - с другой[[81]](#footnote-81).

Эмпирические данные в отношении роли советов директоров в процессе публичных предложений противоречивые, однако большинство доказательств поддерживают гипотезу, что защитные меры против тендерных предложений чаще используются как инструмент "окапывания" (сохранения должностей) менеджеров[[82]](#footnote-82). Учитывая сказанное, следует согласиться с точкой зрения, в соответствии с которой «любой режим, предоставляющий совету директоров право выбора препятствовать или способствовать предложению, неминуемо включает недопустимые расходы и риски»[[83]](#footnote-83). Для разрешения конфликтов интересов в рамках данного подхода используются широко распространенные техники разрешения этих проблем между акционерами и членами советов директоров. В частности, к ним относятся фидуциарная ответственность и стимулирующие схемы вознаграждения. В соответствии с правилами разных штатов США любое принятие защитных мер должно быть совместимым с фидуциарными обязательствами директоров, интерпретированных в контексте конкретного публичного предложения. Стандарты поведения директоров, в том числе, определены в ряде прецедентных решений судов штата Делавэр. Так, в деле "Unocal v. Mesa Petroleum" Верховный суд штата Делавэр признал, что вследствие возможности действия совета директоров в своих собственных интересах, а не в интересах компании и ее акционеров, он может предпринять попытки направленные на препятствование публичному поглощению с целью защиты своей позиции вместо справедливой оценки преимуществ и недостатков предложения. Поэтому ответ совета директоров должен быть обоснованным и пропорциональным и любые принимаемые защитные меры обязательно должны быть в интересах акционеров. В обратном случае акционеры должны принимать решение, может ли совет директоров продолжить осуществлять свои полномочия[[84]](#footnote-84). В деле "Revlon v. MacAndrews&Forbes" полномочия менеджмента были еще больше урезаны: суд решил, что после того как для директоров становится ясным, что публичное поглощение состоится, их обязанность заключается в достижении лучшей цены для акционеров[[85]](#footnote-85). Правда в последующем суды несколько изменили позицию и предоставили менеджерам больше оснований для принятия защитных мер[[86]](#footnote-86). Сегодня в ряде штатов США (включая Делавэр) советы директоров обладают значительными полномочиями по принятию защитных мер против публичных предложений.

Необходимо отметить, что в США для решения конфликта интересов, возникающего между мажоритарными и миноритарными акционерами судами были установлены правила поведения контролирующих акционеров в отношении остальных акционеров в виде возложения на первых обязательств по соблюдению ими фидуциарных обязанностей. Они проявляются в обязанности контролирующего акционера, продающего свою долю, либо возместить остальным акционерам убытки, вызванные продажей (в случае последующего вывода активов), либо разделить премию за контроль с остальными акционерами, если будет установлено, что при продаже было отчуждено нечто, принадлежащее всем акционерам (так называемая теория продажи контроля (sale-of-control theory). Так, в деле "Gerdes v. Reynolds" было указано на обязанность бывшего контролирующего акционера, продавшего свою долю, возместить миноритарным акционерам убытки, вызванные продажей акций[[87]](#footnote-87). При разрешении дела "Gerdes v. Reynolds" судья Уолтер выбирал между двумя правилами. Согласно первому правилу акционеры вправе продавать свои акции тогда, когда хотят, тому, кому хотят, и по цене, которая им кажется справедливой. Согласно второму, мажоритарные акционеры назначают членов совета директоров, и в этом смысле они контролируют деятельность корпорации и ее активы. При этом, когда речь идет о смене контроля, мажоритарный акционер по меньшей мере должен воздержаться от продажи акций, если сложившиеся обстоятельства вызывают подозрение, что новый менеджмент намеревается вывести активы из корпорации[[88]](#footnote-88).

Обязанность бывшего контролирующего акционера разделить полученную им премию за контроль с миноритарными акционерами была установлена в деле "Perlman v. Feldmann". В соответствии с фактами этого дела компания Wilport Company- синдикат корпораций, использующих в производственном цикле металлургическую продукцию, приобрела контрольный пакет акций (почти 37%) металлургической корпорации Newport Steel Corporation у ее крупнейшего акционера, который одновременно являлся главным исполнительным директором Newport. За пакет акций была уплачена премия, значительно превышающая его рыночную цену: продавец получил 20 долларов США за одну акцию, в то время как непосредственно перед сделкой акции торговались на фондовом рынке в районе 10 долларов США. Следует отметить, что покупатель не намеревался злоупотреблять полномочиями на контроль и цель его покупки состояла лишь в гарантировании непрерывной поставки стали. До приобретения контроля из-за дефицита стали компания Wilport покупала продукцию Newport по высокой цене, получая взамен гарантии на будущие поставки (рыночные механизмы ценообразования не действовали, так как цены на сталь регулировались федеральным правительством). После установления контроля Wilport начала покупать сталь по установленной государством цене. Миноритарные акционеры Newport, которые владели 63% ее акций, обратились в суд с иском к бывшему контролирующему акционеру (являющемуся, в том числе, главным исполнительным директором) на том основании, что часть премии, уплаченной ему за приобретение контроля, была уплачена за счет будущего снижения цены продукции. Иными словами, ответчик получил часть денег за продажу предполагаемого корпоративного актива, т.е. возможность контролировать распределение производимого продукта, из-за этого миноритарные акционеры были лишены доходов, на получение которых они могли бы рассчитывать, если бы сделка по продаже контрольного пакета акций не была бы заключена. Суд первой инстанции отказал в удовлетворении иска, мотивируя отказ тем, что не имела место продажа какого-либо корпоративного актива[[89]](#footnote-89). Однако апелляционный суд согласился с позицией миноритарных акционеров и вернул дело на новое рассмотрение в суд первой инстанции, указав, что продавец акций обязан разделить премию с миноритариями, поскольку контроль процедуры дистрибуции продукта является корпоративным активом и контролирующий акционер использовал этот актив со злоупотреблениями для извлечения собственной выгоды[[90]](#footnote-90). С учетом позиции апелляционного суда суд первой инстанции предписал бывшему контролирующему акционеру возместить убытки миноритарным акционерам посредством выплаты им части контрольной премии, т.е. разницы между ценой продажи акций и их рыночной ценой до заключения сделки[[91]](#footnote-91).

При урегулировании конфликта интересов между приобретателем акций и акционерами компании-цели в США часто используются конкурирующие предложения (rival offers), поскольку наличие второго покупателя снижает возможности первого оказывать давление на акционеров. П. Дейвис и К. Хопт справедливо отметили: «… что в то время как право не может обязать лицо сделать конкурирующее предложение, оно может создать стимулирующие условия для такого предложения»[[92]](#footnote-92). При этом роль конкурента усиливается, когда правила о публичных предложениях разрешают акционерам отменить их решение о принятии (акцепте) первого предложения[[93]](#footnote-93) (при отсутствии такого правила профессиональные инвесторы принимают решение по направленному предложению в конце срока его действия)[[94]](#footnote-94), а также при установлении более длительного минимального срока действия предложения в целях предоставления времени другим лицам для подготовки конкурирующего предложения[[95]](#footnote-95). Однако, конкурирующее предложение, помимо прочего, может снизить привлекательность публичных предложений, так как повышаются риски и расходы направления первоначального предложения[[96]](#footnote-96). Для сохранения мобильности рынка корпоративного контроля без юридического ограничения возможностей направления конкурирующих предложений в США широко практикуется установление ответственности на компанию-цель в случае, если рекомендация ее совета директоров акционерам о принятии предложения первого покупателя было отвергнуто в результате появления конкурента[[97]](#footnote-97).

В заключении хочется отметить, что сложившаяся в США эффективная судебная практика в разрешении вопросов связанных с публичным предложением, предоставляет гибкий подход в толковании применяемых норм, что бесспорно можно считать более справедливым. Однако указанный подход является достаточно трудным для применения на практике в России как, в связи со сложностью категорий в рамках самого подхода, так и недостаточным уровнем независимости судебной системы. По этой причине применение данного подхода в Российской Федерации утвердившей романо-германскую правовую систему регулирования, не предусматривающей в своей основе прецедентное право, будет сопровождаться значительными трудностями.

**Основные выводы:**

**1)** Анализ законодательства США позволяет сделать вывод, что в основе модели регулирования публичного предложения, принятой в США, лежит тендерное предложение, заключающееся в возложении на приобретателя 5% акций компании-цели и более, обязанности по раскрытию соответствующей информации как самой компании-цели, ее акционерам, всем фондовым биржам, на которых обращаются эти ценные бумаги, а также Комиссии по ценным бумагам и биржам США.

**2)** Не смотря на отсутствие четкого законодательного определения тендерного предложения, судебная практика выработала основные принципы тендерного предложения, направленные на защиту прав участников публичного предложения: 1) правило о наилучшей цене (best price rule), согласно которому приобретатель обязан предложить всем акционерам самую высокую цену, которую он заплатил кому-либо из них; 2) правило о всех держателях (all-holders rule), предписывающее равное отношении ко всем акционерам, что в частности, предполагает направление предложения всем держателям акций; 3) требование о том, что тендерное предложение должно быть в силе в течение определенного срока и продлено в случае изменения его условий; 4) правило о предоставлении акционерам компании-цели права отозвать акцепт в любое время.

**3)** Регулирование публичного предложения в США имеет двухуровневую систему регулирования: федеральную и на уровне отдельных штатов. На федеральном уровне, регулирование происходит Законом о биржах, установившего соответствующие правила, определяющие порядок раскрытия приобретателем соответствующей информации о приобретении определенного количества акций. Регулирование публичного предложения на втором уровне в США осуществляется корпоративным законодательством и судебными прецедентами каждого штата в части наделения акционеров специальными правами, возложения фидуциарных обязанностей на членов совета директоров компании-цели, определения срока публичного предложения и т.д., имеющих свои отличи в каждом штате.

**4)** Полномочия по принятию решения по поступившему в компанию тендерному предложению находятся в совместном ведении совета директоров компании-цели и ее акционеров: без одобрения совета директоров предложение не может быть включено в повестку дня общего собрания акционеров, а без согласия акционеров оно не может быть принято или отвергнуто. При этом существует риск, что широкие полномочия совета директоров, в части противодействия публичному предложению, последний будет использовать в своих собственных интересах.

**§ 1.3. Характерные отличия подходов в регулировании публичного предложения о выкупе акций в Великобритании и США.**

 Проведенный анализ законодательства регулирующего публичного предложения в Великобритании и США, позволяет резюмировать, что в указанных государствах, по сути имеющих схожие правовые системы регулирования, установились различные подходы в регулировании публичного предложения. О причинах такого расхождения написано множество литературы[[98]](#footnote-98), попробуем разобраться в причине и сущности таких отличий.

Прежде всего, причину отличий регулирования публичного предложения можно объяснить различными историческими и геополитическими предпосылками создания института публичного предложения, возникшими под воздействием различных подходов к формированию необходимого корпоративного контроля. Если в Великобритании, в результате концентрированности акционерного капитала, для приобретения контроля над компанией подчас было необходимо владение более 50% акций, то в США контроль порой мог быть приобретен при обладании значительно меньшим размером акций, более того, часто контроль не мог осуществляться ни одним акционером. Именно с этим обстоятельством и можно связать принятие различных подходов регулирования публичного предложения законодательствами обоих стран. Совершенно ясно, что когда акции сосредоточены в одних руках, непосредственное управление компанией возможно и без предоставления широких полномочий ее совету директоров. Иная ситуация возникает когда, по сути, контроль не принадлежит ни одному акционеру компании. В таком случае, принятие оперативно значимых решений для компании порой может стать невозможным, в результате чего акционерам выгоднее передать полномочия на их принятие в руки профессиональных директоров, даже если им придется пожертвовать определенным контролем над компанией. В результате существования феномена отделения контроля от владения акциями, в акционерных компаниях часто фактическая смена контроля происходит не между приобретателем акций компании-цели, аккумулирующим определенный пакет таких акций, и их продавцами, а между лицом, аккумулирующим акции, и советом директоров компании. Как было отмечено профессорами П. Дейвиса и К. Хопта, существует определенное несовпадение сторон сделки, в рамках которой происходит смена контроля (приобретатель и акционеры компании-цели), и лиц, между которыми происходит фактическая передача контроля (приобретатель и совет директоров компании-цели)[[99]](#footnote-99). В результате вмешательства в отношения сторон сделки третьего лица, способного оказать серьезное влияние на ее результат может возникнуть конфликт интересов, носителем которого будет являться совет директоров компании-цели. Так как в результате публичного предложения, когда основные выгоды получают акционеры компании-цели, а потенциальный риск увольнения несут прежде всего члены совета директоров[[100]](#footnote-100), интересы членов совета директоров и акционеров при публичных предложениях, могут расходится. Не смотря на существующие фидуциарные обязанности членов совета директоров, они могут в своих интересах препятствовать всеми возможными способами публичному предложению, поступившему в общество, которое в тоже время может быть выгодным для акционеров, но может стать причиной увольнения членов совета директоров, или наоборот склонить акционеров к принятию публичного предложения, которое может быть невыгодным для акционеров, но предусматривает сохранение должностей действующих членов совета директоров. Указанные обстоятельства позволили сформировать в мировой практике два базовых подхода регулирования публичного предложения.

В рамках первого подхода, принятого за основу в Английской правовой системе регулирования, совет директоров исключен из процесса принятия решений относительно дальнейшей судьбы поступившего в общество публичного предложения, этот вопрос полностью находится в ведении акционеров. Как только сделано публичное предложение о приобретении акций, полномочия совета директоров компании-цели ограничиваются и все меры, способные оказать неблагоприятное воздействие на окончательный результат публичного предложения, должны быть утверждены решением общего собрания акционеров. Как результат, значительно ограничены возможности принятия членами совета директоров мер в собственных интересах, указанное однако, не означает, что совет директоров должен выполнять роль пассивного наблюдателя. В практике обычными являются ситуации, когда совет директоров высказывает свою позицию относительно направленного предложения или принимает активные действия с целью поиска, так называемого «белого рыцаря», что может улучшить условия покупки акций компании-цели в результате конкуренции между покупателями, однако, право принятия окончательного решения о необходимости привлечения дружественного покупателя принадлежит общему собранию акционеров компании цели[[101]](#footnote-101). По сути, конфликт интересов между акционерами и советом директоров компании-цели разрешается путем приостановления правоотношений по данному вопросу между сторонами конфликта и передачи собранию акционеров компетенции на принятие всех существенных решений относительно компании, чем защищаются интересы акционеров[[102]](#footnote-102). Недостатком в данном случае является чрезмерное вмешательство общего собрания акционеров в деятельность совета директоров. С учетом этого усиленный контроль акционеров за советом директоров вводится только после направления предложения о публичном предложении (но тогда у совета директоров появляются стимулы принимать предварительные защитные меры). Указанная модель, действующая в Великобритании была воспринята ЕС в качестве основы для разрешения конфликта интересов между членами совета директоров и акционерами компании-цели[[103]](#footnote-103).

При втором подходе, воспринятом законодательством США когда полномочия по принятию решения по направленной публичной оферте о покупке акций находятся в совместном ведении совета директоров корпорации-цели и ее акционеров, возможность совета директоров действовать в своих собственных интересах в противовес интересам акционеров увеличивается. Однако эта модель намного более эффективна в плане разрешения конфликта интересов между покупателем и акционерами компании-цели посредством координации действий последних в лице совета директоров[[104]](#footnote-104). С другой стороны, существует риск, что вклад совета директоров в снижение оппортунизма со стороны покупателей может быть нивелирован оппортунизмом со стороны самого совета директоров. Следовательно, определение компетенции совета директоров должно иметь своей целью достижение равновесия между, с одной стороны, неуместным использованием защитных мер против публичных предложений для сохранения позиций членов совета директоров и их должным использованием для защиты интересов акционеров - с другой[[105]](#footnote-105). Для разрешения конфликтов интересов в рамках данного подхода используются широко распространенные техники разрешения этих проблем между акционерами и членами советов директоров. В частности, к ним относятся фидуциарная ответственность и стимулирующие схемы вознаграждения, ограничение функций совета директоров внутренними документами компаний. Значительным недостатком в данном случае являются трудности, связанные с необходимостью доказывания нарушения фидуциарных обязательств со стороны директоров компании. Первый подход, наоборот, исходит из совершенно иного, не допуская возникновения конфликта интересов посредством исключения совета директоров из процесса принятия решений по использованию защитных мер после направления предложения о публичном поглощении[[106]](#footnote-106). Вопрос о предпочтительности одного из двух подходов не имеет однозначного ответа. Первый подход способен обеспечивать большую мобильность рынка корпоративного контроля. При втором подходе предложение будет сделано только в том случае, если у покупателя есть основания полагаться на поддержку действующего совета директоров или он способен преодолеть защитные меры. Представляется, что выбор двумя странами, двух противоположных подходов в отношении регулирования публичных предложений можно объяснить, скорее всего, соображениями обеспечения мобильности рынка корпоративного контроля, с учетом законодательного регулирования такого контроля. Профессоры П. Дейвис и К. Хопт объясняют этот выбор общими различиями в английском и американском праве относительно роли советов директоров: английское право рассматривает полномочия совета директоров как результат их делегирования от акционеров, которые в конечном счете контролируют пределы этого делегирования через устав компании; в американском праве общепринятым является мнение, в соответствии с которым, по крайней мере, часть полномочий совета директоров вытекает из положений закона и не является следствием их делегирования акционерами (речь идет об органической теории корпорации)[[107]](#footnote-107). Американский подход, как считают исследователи, больше эффективен для приобретателя контроля, но не для прочих акционеров, поскольку меньше гарантирует интересы миноритариев[[108]](#footnote-108)

Для стран, в которых преобладают компании с концентрированной структурой акционерного капитала, на первый взгляд, предпочтительным является подход, принятый Английской правовой системой. Дело в том, что в акционерных обществах с концентрированной моделью капитала вопрос распределения полномочий не является важным, так как за формальным решением исполнительного органа или совета директоров стоит воля контролирующего акционера. Иными словами, при концентрации акционерного капитала реальный конфликт интересов возникает в отношениях не менеджеров и акционеров, а в отношениях между контролирующими акционерами (которые одновременно являются членами совета директоров (исполнительного органа) или по крайней мере тесно связаны с ними) и миноритарными акционерами.

**Основные выводы:**

**1)** Принятие различных моделей регулирования публичного предложения в Великобритании и США объясняется различными подходами к формированию корпоративного контроля. Так, в Великобритании, акционерный капитал был сконцентрирован в определенных руках и для приобретения контроля над компанией подчас, было необходимо приобрести значительный пакет акций. В США, напротив, в связи с «распыленностью» акционерного капитала контроль подчас не принадлежал ни одному лицу.

 **2)** В рамках подхода регулирования, принятого в Британской системе регулирования, совет директоров исключен из процесса формирования решений относительно направленного в общество публичного предложения - этот вопрос полностью находится в ведении акционеров, в рамках же подхода, сформированного в США полномочия по принятию решения по направленной публичной оферте о покупке акций находятся в совместном ведении совета директоров корпорации-цели и ее акционеров.

**3)** Британская модель регулирования публичных предложений, направлена прежде всего на защиту прав акционеров, в качестве собственников компании-цели. Американская же модель, больше эффективна для приобретателей контроля над компанией (инвесторов).

**Глава 2 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в РФ**

**§2.1. Цель регулирования публичного предложения о выкупе акций**

Не секрет, что регулирование приобретения крупных пакетов акций тесно связано с понятием корпоративного контроля[[109]](#footnote-109). Как известно, наличие определенного количества акций в руках акционера (определенной группы акционеров) предопределяет возможность влияния на непосредственное осуществление хозяйственной деятельности такой компании, словом, чем больше доля акций сосредоточена в руках одного или определенной группы акционеров, тем сильнее их экономическая власть[[110]](#footnote-110). При этом, следует согласиться с точкой зрения, в соответствии с которой под корпоративным контролем понимается возможность акционера осуществлять влияние на формирование воли юридического лица[[111]](#footnote-111). Совершенно ясно, что помимо имущественной ценности, акции компании также обладают дополнительной ценностью[[112]](#footnote-112), которая заключается в том, что наряду с минимальным набором прав, заключенных в каждой единичной акции, в совокупности как определенный пакет ценных бумаг они получают дополнительные права, соответствующие определенной доле в уставном капитале общества[[113]](#footnote-113). Из чего напрашивается вывод о существовании рынка корпоративного контроля[[114]](#footnote-114), проявляющегося в двух тесно связанных между собой правомочиях: возможности формировать органы юридического лица, а также оказывать влияние на решения юридического лица по распоряжению принадлежащим ему имуществом, в том числе определение его хозяйственной деятельности. При этом можно утверждать, что существование рынка корпоративного контроля предполагает, в свою очередь, существование спроса и предложения на такой контроль. Акционер, лишающийся корпоративного контроля в результате отчуждения акций третьему лицу, в любом случае должен получить справедливую компенсацию за отчуждаемые им ценные бумаги, иначе будет нарушен один из основополагающих принципов защиты права собственности и недопустимости лишения собственности без справедливой компенсации[[115]](#footnote-115). Резюмируя изложенное, можно сделать вывод, **о необходимости создания на цивилизованных и развитых рынках определенных правил, обеспечивающих справедливые условия любого перераспределения корпоративного контроля, а также выплату справедливой компенсации за отчуждение прав контроля, помимо выплаты стоимости отчуждаемых акций.** При этом необходимо понимать, что возможность получения контроля над акционерным обществом посредством приобретения некоторого количества акций, даже не составляющего абсолютного большинства всех размещенных голосующих акций, имманентно присуща правовой конструкции акционерного общества позволяющей принимать необходимые решения акционерами акционерного общества только при наличии определенного кворума, который по общему правилу не требует единогласия всех акционеров общества. Таким образом, контроль над акционерным обществом может быть получен и без приобретения всех размещенных голосующих акций[[116]](#footnote-116). В свете изложенного, становится очевидной необходимость регулирования перераспределения корпоративного контроля, путем создания определенного механизма, гарантирующего акционерам компании-цели соблюдение их прав при существенном изменении расстановки сил внутри акционерного общества. Такой механизм, как правило, направлен на защиту прав и законных интересов неконтролирующих акционеров, однако, понятие «корпоративный контроль» чрезвычайно подвижно, а потому противопоставление контролирующих и неконтролирующих акционеров также во многом условно, из чего можно сделать вывод о том, что механизм защиты акционеров при перераспределении контроля в общем защищает права всех акционеров[[117]](#footnote-117). Более того, для владельца контрольного пакета акций иногда важнее сохранить контроль в «распыленном» акционерном капитале общества, чем получить конкурента в лице нового мажоритарного акционера, скупившего более «весомый» пакет акций у миноритарных владельцев акций.

Правовым механизмом, призванным обеспечить права акционеров при перераспределении корпоративного контроля, как раз и выступает публичное предложение. Ни для кого не секрет, что, при приобретении конкретным лицом (либо группой связанных лиц) значительного пакета акций превышающего известные пороговые значения, вне зависимости от того, какие конечные цели это лицо преследует, дает возможность приобретателю сконцентрировать в своих руках экономическую власть над акционерным обществом, являющуюся основанием для перераспределения корпоративного контроля. Следовательно, **если приобретение определенного количества акций акционерного общества может привести к превышению известного порогового значения, то приобретатель должен осуществить дополнительные, предусмотренные законодательством, действия, направленные на защиту прав всех акционеров компании-цели и не может ограничиться приобретением только определенного пакета акций**, достаточного, с его точки зрения, для достижения преследуемых им целей. Законодатель, устанавливая некий пороговый показатель приобретаемых акций, после превышения которого возникает обязанность по направлению публичного предложения, как предполагается, определяет момент наступления существенных изменений расстановки сил внутри акционерного общества. Таким образом, если определенное лицо намерено получить значительную долю влияния над компанией, то на него возлагается обязанность также по обеспечению имущественных прав прочих акционеров, а не только тех, у которых была приобретена часть акций общества, позволившая получить достаточную долю корпоративного контроля. При таком подходе **регулирование публичного предложения во многом нацелено на защиту прав существующих акционеров**, а потому возможные издержки приобретателя крупного пакета акций акционерного общества, возрастающие в связи с публичным предложением, обоснованны и соразмерны тем целям, которые преследует законодатель, как, впрочем, и соответствующие ограничения гражданских прав, вводимые акционерным законодательством в связи с обязательностью предложения. В зарубежной литературе корпоративного права указанная цель императивного законодательного регулирования публичного предложения обосновывается необходимостью получателя контроля «делиться» контрольной премией с прочими акционерами компании-цели, т.е. той самой наценкой, которая возникает у каждой акции, входящей в контрольный пакет, получаемой в ходе консолидации в руках одного лица, в противном случае, считается, что права и законные интересы неконтролирующих акционеров будут существенно ущемлены[[118]](#footnote-118). Исходя из того, что правовое регулирования отношений в сфере приобретения крупных пактов акций не может осуществляться вне связи с созданием гарантий защиты прав и интересов владельцев небольших пакетов акций, его нельзя свести лишь к совершению обычных сделок по приобретению ценных бумаг. Приобретение крупного пакета акций, при котором предложение, его сопровождающее, всегда обращено к акционерам компании-цели, если и позволяет учесть волю крупного акционера, то лишь постольку, поскольку такой акционер, не желающий продавать принадлежащие ему акции, воспрепятствует доведению поступившего в общество предложения до его логического завершения, а именно получения полного контроля над компанией. Однако, в результате сделанного публичного предложения могут быть скуплены все акции, принадлежащие другим, неконтролирующим акционерам, что, как следствие, приведет к перераспределению корпоративного контроля. Понимание указанного момента чрезвычайно важно для последующего практического применения рассматриваемого института. При этом возникают вопросы, если публичное предложение адресуется владельцам ценных бумаг и при этом именно их волеизъявление, в конечном счете, является решающим для процесса перераспределения корпоративного контроля, может ли иметь какое либо значение мнение поглощаемого общества, формируемое посредством его исполнительных органов и должно ли оно каким-либо образом препятствовать возможности акционеров продать акции в ходе публичного предложения? Иными словами, должны ли все процедуры, осуществляемые компанией-целью, создавать необходимые условия для реагирования акционеров на публичное предложение о приобретении акций так, как они пожелают, либо помимо этого должно приниматься во внимание волеизъявление самого общества в лице его органов, как определяющий фактор принятия публичного предложения?

Для ответа на поставленные вопросы необходимо сравнить существующие модели регулирования публичного предложения, подробно изученные в Главе 1 настоящей работы. При этом, как справедливо отмечается, **имеется два подхода к установлению размера пакета акций, с приобретением которого должна возникнуть обязанность сделать предложение: 1) привязка его к контролю над компанией или 2) закрепление на уровне блокирующего меньшинства[[119]](#footnote-119).** В первом случае критерием установления обязанности сделать публичное предложение является контроль, а во втором случае таким критерием является возможность блокировать принятие наиболее важных решений на общем собрании акционеров. Не трудно заметить, что первый подход положен в основу Британской модели регулирования, второй же подход ближе к регулированию, сформировавшемуся в США. Сравнивая две эти модели регулирования легко заметить, что во всех правопорядках, взявших за основу Британскую (Европейскую) модель регулирования публичных предложений, совет директоров (наблюдательный совет) компании-цели максимально удален от процесса формирования ответной реакции на публичное предложение, что ограничивает возможность совета директоров для оппортунистического поведения и любых действий, ущемляющих права акционеров компании-цели. Британская модель поведения при публичном предложении, в силу указанного принципа нейтральности совета директоров, предполагает активную роль акционеров компании-цели в принятии соответствующих решений, в том числе, связанных с применением защитных тактик при одновременном ограничении полномочий совета директоров. Напротив, регулирование публичного предложения в США пошло по пути предоставления широких возможностей совету директоров компании-цели на осуществление противодействующих тактик при недружественном, с точки зрения менеджмента, поглощении компании. Объяснить такое отличие в регулировании публичного предложения можно только тем, что в США исторически акционерный капитал распределялся среди множества акционеров, что редко позволяло сконцентрировать в одних руках достаточное количество акций. Определенный контроль в акционерных обществах достигался и при владении 5% пакетом акций (и даже меньшим). Распыленность капитала не позволяла акционерам оперативно решать значимые вопросы для общества, в том числе реагировать на поступившее в общество публичное предложение. Следовательно, акционеры были вынуждены доверить ведение своих дел их представительному органу, каковым является совет директоров. Этим и объясняется сложившаяся в США система регулировании публичного предложения, предоставившая существенные полномочия совету директоров компании-цели на принятие решений в отношении дальнейшей «судьбы» публичного предложения.

**Вытеснение акционеров.** Между тем необходимо отметить, что сформированная практика публичных предложений, как в Великобритании, так и в США показала, что если кто-то желает нарастить свое участие в интересующей компании до полного контроля[[120]](#footnote-120), то любые помехи со стороны миноритарных акционеров так или иначе будут устранены, а потому попытки создания соответствующих механизмов регулирования ограничения произвола акционеров, сконцентрировавших в своих руках абсолютное большинство акций, предпринимавшиеся на протяжении последних двухсот с небольшим лет развития корпоративного законодательства во всех без исключения юрисдикциях, показывают полную бесперспективность подобных усилий. Соответственно, все развитые корпоративные правопорядки- как европейские[[121]](#footnote-121), так и американские[[122]](#footnote-122) со временем приходят к необходимости законодательной регламентации процедуры выкупа акций у «микро-миноритариев», в случае концентрации в одних руках «супер-мажоритарного» пакета акций (как правило превышающего 90%). Регуляторы обоих порядков пришли к пониманию того, что если существует механизм привлечения инвесторов (going public), то необходимо также создать и обратный ему механизм закрытия компании, вплоть до единственного акционера, для чего законодательно предусмотрели процедуры утраты обществом публичного статуса (going private) и вытеснения оставшихся миноритарных акционеров (squeeze-out, freeze-out). Подобный подход к рассматриваемой проблеме института принудительного выкупа акций у миноритарных акционеров, крайне негативно воспринятый отдельными отечественными правоведами[[123]](#footnote-123), приобретает не дискриминационный характер, а призван привести фактически складывающиеся реалии в правовые рамки и обеспечить минимум статутных гарантий миноритарным акционерам на получение если не справедливой, то хотя бы и максимально приближенной к справедливой цены за свои акции. Наконец, сохранение миноритариев в компании, где основной корпоративный собственник настроен на усиление централизации экономической власти, чревато для такой компании повышенными издержками (на раскрытие информации, на обеспечение доступа акционеров к участию управлении делами организации и проч.), наличие которых не отвечает сложившимся в результате осуществления публичного предложения экономическим отношениям[[124]](#footnote-124). В свете изложенных соображений все большее число российских юристов начинают поддерживать институт вытеснения[[125]](#footnote-125).

**Общие выводы:**

1. Основной целью регулирования публичного предложения можно считать создание определенных правил, обеспечивающих справедливые условия любого перераспределения корпоративного контроля и выплату справедливой компенсации за отчуждение прав контроля, помимо выплаты стоимости отчуждаемых акций. Установление указанных правил направлено прежде всего на предоставление определенной защиты прав акционеров компании-цели, как миноритарных , так и мажоритарных.
2. При приобретении определенного порога при приобретении акций компании-цели (как правило свыше 90%), перераспределение контроля считается завершившимся, при этом защита права акционеров происходит путем предоставления как мажоритарным так и миноритарным акционерам прав требовать выкупа всех оставшихся акций.

**§2.2 Регулирование публичного предложения о выкупе акций в РФ**

В Российской Федерации первая попытка создания механизма регулирования установления корпоративного контроля путем приобретения крупного пакета акций была сделана с принятием в 1995 г. Федерального закона «Об акционерных обществах» ( Закон об акционерных обществах)[[126]](#footnote-126). Существовавшая в первоначальной редакции ст.80 Закона об акционерных общества ввела правило обязательного предложения при намерении приобрести или при фактическом приобретении 30% и более размещенных обыкновенных акций открытых акционерных обществ с числом акционеров-владельцев обыкновенных акций более 1000 по цене, которая должна была быть установлена исходя из рыночной цены акций, но не ниже их средневзвешенной цены за 6 месяцев, предшествующих дате приобретения. При этом, уставом акционерного общества или решением его общего собрания акционеров могло быть предусмотрено освобождение от обязанности направления обязательного предложения о приобретении акций[[127]](#footnote-127). Как отмечается исследователями, указанная статья имела довольно слабое воздействие на практические отношения, складывающиеся в компаниях, кроме того, многие моменты, предусмотренные в ней, по причине неудачности формулировки были довольно сложны для восприятия и в реальной жизни не применялись[[128]](#footnote-128).

Вследствие усложнения отношений, возникающих между различными группами акционеров, требующих создания действенного правового механизма регулирования установления корпоративного контроля над компанией, а также под воздействием нормативной регламентации публичных предложений на европейском уровне, законодательство РФ, в дальнейшем было кардинально изменено. Принятый Федеральный закон от 5 января 2006 г. N 7-ФЗ "О внесении изменений в Федеральный закон "Об акционерных обществах" и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации"[[129]](#footnote-129) (далее- Закон №7-ФЗ) не просто изменил существовавшие ранее правила, а установил серьезные правовые новеллы. Включенная в Закон об акционерных обществах Глава XI.1, урегулировала два способа приобретения крупного пакета акций акционерного общества- добровольное и обязательное предложение.

Так, согласно п.1 ст.84.1 Закона об акционерных обществах, лицо намеривающее приобрести более 30% голосующих акций компании (с учетом уже имеющихся у такого лица или его аффилированных лиц), вправе сделать добровольное предложение о приобретении принадлежащих другим акционерам акций. Причем, необходимо отметить, что приобретатель не обязан делать предложение в отношении всех акций компании-цели, а вправе предложить продать любое количество акций. Таким образом, в Российском законодательстве появилась «новелла», позволяющая лицу, пожелавшему приобрести корпоративный контроль над компанией, открыто заявить об этом, путем направления в общество добровольного предложения о приобретении акций общества, в количестве, превышающем некое контрольное значение. Причем, предусмотренный в Российском законодательстве порядок добровольного предложения о выкупе акций позволяет лицу самостоятельно выбрать необходимое количество акций, достаточное, с его точки зрения, для приобретения контроля над компанией. В этом, механизм обязательного предложения имеет схожие черты с Американским тендерным предложением, в котором приобретатель уведомляет о намерении приобрести акции компании и вправе сам выбрать количество приобретаемых акций, достаточное для достижения определенного контроля за компанией-целью. Необходимо отметить, что некоторые исследователи придерживаются точки зрения, согласно которой отсутствует какое либо практическое значение в существовании правил, регулирующих порядок осуществления добровольного предложения[[130]](#footnote-130).

В том случае, когда Закон об акционерных обществах ведет речь об обязательном предложении (п.1 ст.84.2 Закона об акционерных обществах), законодатель использует похожие слова, правда диспозиция-правомочие заменяется на обязанность (лицо, которое приобрело более 30 процентов общего количества акций ОАО, указанных в п.1 ст. 84.1 ФЗ об АО, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, обязано, в соответствии с п.1 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, в течение 35 дней с момента такого приобретения, направить акционерам-владельцам остальных акций соответствующих категорий (типов) и владельцам эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, обязательное предложение). Как следует из текста Закона об акционерных обществах, институт обязательного предложения включается только после превышения 30-процентного порога, который, по мысли законодателя, свидетельствует о случившимся перераспределении корпоративного контроля.

После поступления в общество публичного предложения, оно на основании п.2 ст. 84.3 Закона об акционерных обществах обязано в течение 15 дней направить его, вместе с рекомендациями совета директоров, всем владельцам ценных бумаг, в отношении цены приобретаемых ценных бумаг и ее возможного изменения, а также планов лица, направляющего соответствующее предложение. Необходимо отметить, что направление рекомендаций является принципиально новым институтом для отечественного законодателя, введенного в Закон об акционерных обществах в связи с изменением регулирования публичного предложения. Опять же, как и многие правовые конструкции, используемые в нормах Закона об акционерном обществе, посвященные регулированию публичного предложения, смысл данной правовой конструкции можно понять лишь в контексте Британского законодательства. Рекомендации совета директоров поглощаемого общества, по мысли европейских юристов, призваны реализовывать один из базовых принципов Кодекса Сити- так называемый принцип нейтральности совета директоров и принятия решений акционерами (board neutrality and shareholders decision-making)[[131]](#footnote-131), в соответствии с которым роль совета директоров сводится к сугубо рекомендательной функции. Между тем возложение на совет директоров компании-цели обязанности по даче рекомендаций ориентировано, прежде всего, на достижение другой цели, заключающейся в доведении до акционеров компании-цели важной информации, которой обладает орган, a priori наиболее квалифицированно разбирающийся в том, что реально происходит с обществом, о рыночной капитализация и перспективах развития компании. Акционеры компании-цели, будучи довольно разобщенной группой субъектов, нуждаются в получении достоверной информации о реальном положении дел внутри компании, поскольку от подобной информации напрямую зависит решение вопроса, продавать или нет акции. При подобном положении дел все акционеры компании-цели наделяются неким минимумом статутных гарантий, обеспечивающих их право на получение информации, а соответствующие издержки возлагаются на лицо, инициирующее поглощение.

Вместе с тем, необходимо понимать, что наделение совета директоров компании-цели хотя бы минимальными возможностями по формированию мнения потенциальных акцептантов публичного предложения, естественно, открывает возможности для так называемого оппортунистического поведения (opportunistic behavior)- неконтролируемого прочими участниками рассматриваемых отношений поведения, которое может препятствовать реализации как планов потенциального приобретателя акций и акционеров компании-цели, так и замыслов законодателя, регламентирующего особым образом институт публичного предложения. Стремление противостоять скупке акций со стороны органов компании-цели понятно: со сменой корпоративного контроля, вероятнее всего, произойдет переизбрание органов управления и контроля общества[[132]](#footnote-132), итогом которого станет формирование этих органов из числа лиц, более лояльных к приобретателю, а потому вполне естественно, что публичное предложение порождает конфликт интересов акционеров, желающих произвести отчуждение акций по наивысшей цене, и органов поглощаемого общества, использующих любые возможности для того, чтобы сорвать публичное предложение[[133]](#footnote-133). Набор таких возможностей у совета директоров довольно обширен, а потому любые попытки совета директоров саботировать публичное предложение или противостоять ему должны всячески пресекаться. Закон об акционерных обществах предусмотрел в отношении совета директоров (наблюдательного совета) компании-цели лишь средство правового воздействия, препятствующее противодействию публичному предложению, чему, по мысли законодателя, должна служить закрепленная в абз. 2 п.2 ст.71 Закона об акционерных обществах возможность взыскания убытков по иску акционера за действие (бездействие) конкретных членов совета директоров (наблюдательного совета) компании-цели, что по вполне понятным причинам может породить несогласованность и конфликты в советах директоров при решении указанного вопроса[[134]](#footnote-134). Совет директоров, которому законодательно предписывается дать свои рекомендации акционерам общества, акции которого скупаются, опасаясь возможной ответственности по искам акционеров о взыскании убытков (абз.2 п.2 ст.71 ФЗ об АО), оказывается в очень непростой ситуации: как рекомендации, в известном смысле подвигающие к продаже акций бумаг, так и рекомендации, приводящие к воздержанию от подобных действий, в равной мере могут повлечь имущественную ответственность для членов совета директоров. В связи с этим нередко говорят о принципиальной дилемме[[135]](#footnote-135), с которой сталкивается совет директоров поглощаемого общества: либо так или иначе противодействовать скупке акций, либо безучастно взирать на происходящее, однако как в том, так и в другом случае возможно привлечение к ответственности за ненадлежащее исполнение обязанностей члена совета директоров. Вместе с тем, очевидно, что указанного средства правового воздействия на совет директоров явно недостаточно, а потому до тех пор, пока Закон будет действовать в рассматриваемой редакции, остается лишь констатировать имеющиеся обязанности совета директоров (наблюдательного совета) и прочих органов компании-цели.

Направление обществом соответствующего предложения акционерам с прилагаемыми к нему материалами повторяет порядок уведомления о предстоящем общем собрании акционеров не только по форме доведения информации до акционеров, но также и по тому, каким образом выявляются акционеры. Так, согласно абз.2 п.2 ст. 84.3 Закона об акционерных обществах для целей направления соответствующего предложения составляется список владельцев ценных бумаг, который формируется на основании данных реестра владельцев ценных бумаг на дату получения обществом добровольного или обязательного предложения. Следовательно, направление предложения осуществляется в адрес зарегистрированных лиц, которые были таковыми на момент получения предложения обществом, причем указанный порядок распространяется не только на зарегистрированных лиц, являющимися владельцами ценных бумаг, но также и на номинальных держателей: если в реестре владельцев ценных бумаг зарегистрирован номинальный держатель, указанные предложение и рекомендации направляются номинальному держателю для направления таких материалов лицам, в интересах которых осуществляется держание ценных бумаг. Любой владелец акций и конвертируемых в акции эмиссионных ценных бумаг компании-цели в течение срока, отпущенного на принятие публичного предложения (срок принятия добровольного предложения, в соответствии с п.2 ст.84.1 Закона об акционерных обществах не может быть менее чем 70 дней и более чем 90 дней с момента его получения обществом; срок принятия обязательного предложения, в соответствии с п.2 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, не может быть менее чем 70 дней и более чем 80 дней с момента его получения обществом), вне зависимости от того, получал он такое предложение лично или нет, рассматривается Законом об акционерных обществах как потенциальный акцептант публичной оферты-предложения соответствующего вида. Основанием, наделяющим указанное лицо правом акцептовать оферту служит факт принадлежности такому лицу на законном основании в конкретный момент до истечения срока на принятие предложения- эмиссионных ценных бумаг компании-цели (п.7 ст.84.3 Закона об акционерных обществах). Поскольку сделки купли-продажи приобретаемых акций должны заключаться между лицом, намеривающимся приобрести такие ценные бумаги, и их нынешними владельцами, доведение до сведения потенциальных продавцов ценных бумаг предложения произвести отчуждение ценных бумаг гипотетически возможно в двух формах: путем обращения напрямую к акционерам и владельцам других ценных бумаг или опосредованно, через поглощаемое общество, которое, в свою очередь, обязано довести соответствующую информацию до акционеров. Закон об акционерных обществах, как и большинство иностранных правопорядков, избирает второй вариант- направление публичной оферты через общество[[136]](#footnote-136), что решает так называемую проблему коллективного воздействия (collective action problem), хотя и порождает дополнительные издержки, в том числе скрытые, особенно связанные с неадекватным и оппортунистическим поведением органов поглощаемого общества, так или иначе противодействующих поглощению[[137]](#footnote-137). Необходимо учитывать, что публичное предложение является публичной офертой (п.2 ст.437 ГК РФ, п.1 ст. 84.1, п.1 ст. 84.2 Закона об акционерных обществах), которую акционеры могут и не акцептовать, а потому оно может не увенчаться успехом для приобретателя, если ожидаемый пакет акций не будет сконцентрирован в результате приобретения акций у акционеров компании-цели. На этот случай Закон об акционерных обществах вводит своеобразный «второй уровень» защиты для остающихся акционеров, предусматривая второй и третий порог, с превышением которых опять-таки возможно возникновение обязанности направить обязательное предложение. Так, согласно п.7 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, правила об обязательном предложении, предусмотренные ст. 84.2 Закона об акционерных обществах распространяются на приобретение акций акционерного общества, указанных в п.1 ст.84.1 Закона об акционерных обществах в размере, превышающем 50 и 75 процентов общего количества таких акций акционерного общества. При этом в силу п.8 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, требования указанной статьи о необходимости направления обязательного предложения не применяются как при приобретении акций на основании ранее направленного добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг акционерного общества, предусмотренных п.1 ст.84.1 Закона об акционерных обществах, в случае если такое добровольное предложение соответствует требованиям предъявляемых к обязательному предложению (пп. 2-5 ст.84.2 Закона об акционерных обществах), так и при приобретении акций на основании ранее направленного обязательного предложения.

В силу п.1 ст.84.6 Закона об акционерных обществах, как только в компанию-цель поступает публичное предложение, полномочия совета директоров (наблюдательного совета) такого общества серьезно ограничиваются, поскольку по любым вопросам, принятие решений по которым может затруднить или сделать невозможным осуществление поглощения, если до этого они были отнесены к компетенции совета директоров (наблюдательного совета), решения могут быть приняты только общим собранием акционеров. При этом подобные ограничения будут сохранять силу для компании-цели на весь срок принятия публичного предложения, а кроме того, в течение двадцати дней после окончания указанного срока, отпущенного на принятие предложения, для того, чтобы исключить противодействие публичному предложению на этапе расчетов за приобретаемые ценные бумаги. Однако, если до истечения срока действия указанных ограничений лицо, которое по итогам принятия публичного предложения приобрело более 30 процентов общего количества соответствующих акций компании-цели, с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, потребует созыва внеочередного общего собрания его акционеров, в повестку дня которого будет включен вопрос об избрании членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, указанные ограничения, в силу п.1 ст. 84.6 Закона об акционерных обществах будут действовать до подведения итогов голосования по вопросу об избрании членов совета директоров (наблюдательного совета) на общем собрании акционеров.

При анализе содержания п.1 ст.84.6 Закона об акционерных обществах отчетливо видно, что перечень вопросов, решение по которым в ходе публичного предложения может быть принято только общим собранием акционеров компании-цели, фактически описывает совокупность защитных тактик, известных всем иностранным правопорядкам, которые могут быть задействованы органами управления компании-цели. В их числе Закон об акционерных обществах называет:

- увеличение уставного капитала компании-цели путем размещения дополнительных акций в пределах количества и категорий (типов) объявленных акций (типичный пример так называемой «отравленной пилюли»)[[138]](#footnote-138);

-размещение компанией-целью ценных бумаг, конвертируемых в акции, в том числе опционов такого общества (обычно такая защитная тактика представляет собой разновидность «отравленной пилюли», известна она под названием «замыкающего опциона» (lock-up option) или «опциона помощи» (leg-up)- когда пытаются подчеркнуть, что выкупаются соответствующие ценные бумаги опять же сторонним лицом[[139]](#footnote-139);

- одобрение сделки или нескольких взаимосвязанных сделок, связанных с приобретением, отчуждением или возможностью отчуждения компанией-целью прямо либо косвенно имущества, стоимость которого составляет десять и более процентов балансовой стоимости активов компании, определенной по данным его бухгалтерской отчетности на последнюю отчетную дату, если только такие сделки не совершаются в процессе обычной хозяйственной деятельности указанного общества или не были совершены до получения обществом публичного предложения (отчуждение имущества компании-цели, а равно обременение его долгами, например, за счет невыгодных приобретений, при оплате с рассрочкой платежа, заемные механизмы- все эти и прочие схожие с ними, по существу, защитные тактики направлены на то, чтобы сделать компанию-цель максимально непривлекательной для приобретателя акций. Обычно такие тактики именуют как «выжженная земля» (scorched earth)[[140]](#footnote-140), «продажа сокровищ короны» (sale of crown jewels)[[141]](#footnote-141));

-одобрение сделок, в совершении которых имеется заинтересованность (опять же подразумевается, что вывод активов посредством совершения сделок между заинтересованными лицами, с тем чтобы не противодействовать без ведома акционеров публичному предложению, может совершаться только по решению общего собрания акционеров);

- приобретение компанией-целью своих же ранее размещенных акций в случаях, когда такое приобретение предусмотрено Законом об акционерных обществах (в данном случае идет речь о приобретении акций обществом в порядке ст.72 Закона об акционерных обществах, подобную тактику именуют как самопоглощение эмитента (issuer self tender offer)[[142]](#footnote-142). Фактически подобная защитная тактика представляет собой некую разновидность «конкурирующего предложения», правда осуществляемого за счет имущества самого же поглощаемого общества[[143]](#footnote-143), использование такой тактики выгодно, главным образом, контролирующим акционерам);

- увеличение вознаграждения лицам, занимающим должности в органах управления компании-цели, установление условий прекращения их полномочий, в том числе установление или увеличение компенсаций, выплачиваемых этим лицам, в случае прекращения их полномочий (Закон об акционерных обществах называет классический вариант защиты от поглощения, известный под названием «золотой парашют» (golden parachute)[[144]](#footnote-144).

Несмотря на то, что перечень мер, которые не вправе принимать совет директоров для противодействию публичному предложению, в п.1 ст. 84.6 Закона об акционерных обществах описан исчерпывающим образом, за рамками указанной нормы остались некоторые защитные тактики, которые могут быть эффективно задействованы по усмотрению совета директоров, при этом не требуется какой-либо особой проницательности, а достаточно внимательно посмотреть описание компетенции совета директоров (наблюдательного совета), указанной в п.1 ст.65 Закона об акционерных обществах. Главным образом это защитные тактики, направленные на «утяжеление» компании-цели за счет наращивания долгового бремени либо посредством вывода активов: возможность принятия решений о размещении компанией-целью облигаций, имеются в виду неконвертируемые в акции облигации (подп.6 п.1 ст. 65 Закона об акционерных обществах), о приобретении обществом ранее размещенных собственных облигаций (подп.8 п.1 ст.65 Закона об акционерных обществах), использование резервного фонда и иных фондов общества (подп.12 п.1 ст.65Закона об акционерных обществах). Соответственно акционерам компании-цели, если они не заинтересованы в подобном варианте развития событий при публичном предложении, вероятно необходимо ограничить Уставом полномочия совета директоров на принятие решений о размещении или приобретении ранее размещенных облигаций (абз. 1 п.2 ст.33 Закона об акционерных обществах).

Наконец, непроработанным в Законе об акционерных обществах остался вопрос минимизации возможностей оппортунистического поведения совета директоров в связи с созывом общего собрания акционеров: в ситуации, когда законодатель ориентирует на то, что решение вопросов о введении защитных тактик отнесено к компетенции общего собрания акционеров, а созыв и подготовка общего собрания акционеров увязаны с действиями совета директоров (ст.51-54 Закона об акционерных обществах), следовало бы детально описать механизмы, минимизирующие риск блокировки или непроведения общего собрания акционеров в связи с противодействием совета директоров, однако, к сожалению, в Законе об акционерных обществах этого не было сделано.

Из имеющихся защитных тактик, которыми общество вправе воспользоваться при поступлении публичного предложения выделяется институт конкурирующего предложения. Несмотря на то, что Закон об акционерных обществах описывает конкурирующее предложение особым образом, что, видимо, должно наводить на мысль о неком самостоятельном значении подобного предложения, на деле конкурирующее предложение, как правило, выступает в известном смысле средством защиты от публичного предложения, которому противится то или иное общество либо его контролирующие акционеры, в связи с чем принято вести речь о «белом рыцаре» (white knight)[[145]](#footnote-145). Соответственно конкурирующее предложение- это, как правило, плод стараний менеджмента компании-цели или его контролирующих акционеров, практическая реализация «аукциона» по поиску наиболее выгодного предложения. В отношении конкурирующих предложений Закон об акционерных обществах выставляет ряд ограничений, призванных гарантировать интересы как акционеров компании-цели, так и отчасти лица, направившего первоначальное предложение. Во- первых, само по себе конкурирующее предложение в силу п.1 ст.84.5 Закона об акционерных обществах возможно лишь тогда, когда в общество уже поступило добровольное или обязательное предложение, а потому даже если о предстоящем поглощении известно, но предложение об этом в общество не поступало, любое предложение, поступившее в общество, будет признаваться первоначальным, а все последующие- конкурирующими. Соответственно ограничения, установленные Законом об акционерных обществах для конкурирующего предложения, будут распространяться лишь на последующие предложения, а потому фактор времени при направлении в общество предложения приобретает существенное значение. Во-вторых, для конкурирующего предложения ст.84.5 Закона об акционерных обществах предусматривается ряд ограничений в части сроков его направления в общество и определения наиболее существенных его положений: конкурирующее предложение должно быть направлено в компанию-цель, не позднее чем за 25 дней до истечения срока принятия последнего из ранее полученных публичных предложений, цена приобретаемых ценных бумаг, указанная в конкурирующем предложении, не может быть ниже цены приобретаемых ценных бумаг, названной в направленном ранее предложении, а количество приобретаемых ценных бумаг, указанное в конкурирующем предложении, не может быть меньше приобретаемых ценных бумаг, определенного в ранее направленном предложении, либо в конкурирующем предложении должно предусматриваться приобретение всех ценных бумаг соответствующих вида, категории (типа). При этом первое из указанных ограничений направлено на то, чтобы исключить излишне спекулятивный характер конкурирующих предложений и необдуманные, скоропалительные продажи акций, так называемые «спецпредложения субботним вечером» (Saturday night special)[[146]](#footnote-146), а вторая группа- обеспечить «аукционный» механизм при котором наличие одновременно нескольких предложений позволит обеспечить по настоящему конкурентный механизм ценообразования. Наконец, каждое последующее конкурирующее предложение, направляемое до истечения срока принятия соответствующего предложения, подчиняется правилам Закона об акционерных обществах, посвященным первоначальному добровольному или обязательному предложению.

Итак, основная часть предписаний Закона об акционерных обществах ориентирует на то, что противостоять публичному предложению могут лишь сами акционеры: либо путем отказа в акцепте предложения о продаже акций, что характерно скорее для блокирующих или контрольных акционеров, либо путем мер, санкционируемых общим собранием акционеров. Соответственно акционеры, действуя сообща, могут не только предпринимать усилия, сводящие на нет все попытки приобретателя, но также и затронуть права миноритарных акционеров, желавших продать свои акции в ходе публичного предложения, однако не осуществивших подобные намерения из-за того, что в результате защитных тактик поглощение было сорвано. Словом, диктат большинства, даже ситуативный- для целей принятия решения на общем собрании акционеров может в данной ситуации приводить к ущемлению прав меньшинства.

**Вытеснение акционеров.** При этом необходимо отметить, что Закон об акционерных обществах вслед за наиболее принципиальными правилами о публичном предложении повторяет также нормы Британского Закона о биржах (Европейской Директивы о поглощениях) в части, относящейся к вытеснению (принудительному выкупу по требованию превалирующего акционера акций миноритарных акционеров) и выкупу акций по требованию оставшихся акционеров приобретателем в ситуации, когда такие акционеры ранее не откликнулись на соответствующее предложение. Оба института рассматриваются Законом об акционерных обществах как финальная часть публичного предложения: и вытеснение, и выкуп акций по требованию оставшихся акционеров возможны лишь при условии, что ранее в акционерное общество было направлено добровольное предложение о приобретении всех предусмотренных п.1 ст.84.2 Закона об акционерных обществах ценных бумаг такого общества или обязательное предложение и приобретатель в результате приобретения ценных бумаг на основании такого предложения превысил пороговое значение, указывающее на концентрацию абсолютного большинства прав корпоративного контроля. Это более 95 процентов общего количества акций, указанных в п.1 ст.84.1 Закона об акционерных обществах, принадлежащих приобретателю, включая акции, принадлежащие его аффилированным лицам (п.1 ст. 84.7, п.1 ст.84.8 Закона об акционерных обществах). Таким образом, если институт обязательного предложения включается при превышении порога «свыше 30 процентов», то рассматриваемые статутные гарантии при превышении порога «свыше 95 процентов», а потому сказанное ранее в части исчисления соответствующего порога, порядка определения ценных бумаг и доли таких ценных бумаг, принимаемых к расчету, может быть использовано mutatis mutandis и применительно к рассматриваемым институтам.

При этом в обоих случаях- как при выкупе акций по требованию оставшихся акционеров, так и при вытеснении- указанные возможности лимитированы во времени сроком, не превышающим шесть месяцев. Для выкупа акций по требованию акционеров соответствующие требования владельцев ценных бумаг должны быть предъявлены не позднее чем через шесть месяцев со дня направления им обществом уведомлений о праве требовать выкупа ценных бумаг (п.4 ст.84.7 Закона об акционерных обществах), а для вытеснения требование о принудительном выкупе акций у оставшихся акционеров может быть направлено в общество превалирующим акционером в течение шести месяцев с момента 1) истечения срока принятия добровольного предложения о приобретении всех ценных бумаг поглощаемого общества, предусмотренного п.1 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, или 2) обязательного предложения, в результате которого было приобретено не менее 10 процентов общего количества акций поглощаемого общества, указанных в п.1 ст.84.1 Закона об акционерных обществах (абз. 2 п.1 ст.84.8). При этом, думается, что если ограничение как контролирующего акционера компании-цели так и его миноритариев временным рамками еще можно признать обоснованным, в целях стимулирования участников публичного предложения к созданию на рынке определенности, то ограничение прав акционеров на принудительный выкуп акций в случае, если они приобрели менее 10% акций в результате ранее объявленного публичного предложения ни как не поддается логическому объяснению и может принести больше вреда, нежели пользы.

**Общие выводы:**

**1)** Российская модель регулирования, использует механизмы добровольного и обязательного предложения о выкупе акций. Добровольное предложение рассчитано на ситуации, когда приобретатель только собирается получить контроль над компанией-целью и может быть направлено в отношении только части ее акций. Обязательное предложение должно быть направлено в отношении всех акций компании-цели после того как приобретатель приобрел определенное Законом об акционерных обществах количества акций.

**2)** Анализ Российского законодательства позволяет сделать вывод, что регулирование публичного предложения в Российской Федерации имеет следующие характеристики: предоставление возможности приобретателю акций получить контроль над компанией путем направления в компанию-цель добровольного предложения, которое может быть сделано как в отношении всех акций компании-цели, так и их части (ст.84.1 Закона об акционерных обществах); возложение обязанности на приобретателя определенного пакета акций, позволяющего осуществлять контроль над компанией (30%,50,75%) по направлению обязательного предложения всем оставшимся акционерам компании, о продаже принадлежащих им акций по наивысшей цене, которой приобретатель (связанные и совместно действующие лица) приобретал эти акции в течение 6 месяцев до даты направления предложения (ст. 84.2 Закона об акционерных обществах); ограничение полномочий совета директоров компании-цели на противодействие приобретению акций (ст.ст. 84.3,84.6 Закона об акционерных обществах); предоставление определяющей роли акционерам в принятии решений о продаже акций на поступившее публичное предложение (ст.84.6 Закона об акционерных обществах).

**3)**  Основными принципами регулирования публичного предложения в Российской Федерации, как и в Великобритании являются: 1) предоставление равного отношения ко всем акционерам компании-цели; 2) предоставление акционерам необходимого времени и информация для принятия обоснованного решения; 3) запрет совету директоров препятствовать в принятии собственного решения акционерами компании; 4) предотвращение искусственного снижения или увеличения стоимости приобретаемых акций; 5) направление публичного предложения только в случае уверенности приобретателя в способности уплатить стоимость приобретаемых акций; 6) запрет ограничения деятельности компании-цели более, чем это необходимо в связи с публичным предложением.

**4)**  В Законе об акционерных обществах остался непроработанным вопрос минимизации возможностей оппортунистического поведения совета директоров в связи с созывом общего собрания акционеров: в ситуации, когда законодатель ориентирует на то, что решение вопросов о противодействию публичному предложению отнесено к компетенции общего собрания акционеров, а созыв и подготовка общего собрания акционеров увязаны с действиями совета директоров, следует детально описать механизмы, минимизирующие риск блокировки или не проведения общего собрания акционеров в связи с противодействием совета директоров.

**Глава 3 Проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций в РФ и его совершенствование.**

**§ 3.1. Проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций в РФ.**

Перед тем, как рассмотреть существующие проблемы регулирования публичного предложения о выкупе акций, необходимо отметить, что введение современного института публичного предложения в отечественное законодательство c принятием Федерального закона от 05.01.2006 N 7-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации»[[147]](#footnote-147) вызвало противоречивые оценки среди исследователей корпоративного права, от крайне негативных: «..нужно согласиться, что Закон, в том виде, в котором он был поспешно принят, явно сырой, плохо проработанный и имеет существенные недостатки, лежащие на поверхности.»[[148]](#footnote-148), до умеренно позитивных: «..основу законодательного регулирования поглощений составляет модель централизованного заключения множества однотипных сделок купли-продажи или мены …указанная модель довольно последовательно реализуется Законом, который к тому же (и это приятно удивляет) неплохо «вписан» в логику действующего гражданского законодательства и Федерального закона от 26 декабря 1995 г. «Об акционерных обществах»... Между тем, его текст содержит ряд упущений и недочетов»[[149]](#footnote-149). Не вдаваясь в суть полемики, связанной по большей части с теоретическими изысканиями в области корпоративного права, хочется отметить, что в настоящее время судебная практика, являющаяся индикатором эффективности тех или иных законодательных новелл, выявила ряд проблем, связанных с применением отечественного законодательства регулирующего публичное предложение, рассмотрение которых из них положено в основу обсуждаемого в настоящее время проекта Постановления Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации «О внесении дополнений в постановление Пленума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 18.11.2003 № 19 «О некоторых вопросах применения Федерального закона «Об акционерных обществах» (в части выкупа акций и применения главы XI.1)»[[150]](#footnote-150) (далее- проект Постановления Пленума ВАС РФ). Не особо вдаваясь в содержание указанного документа, работа над которым продолжается в настоящее время, хочется отметить, что проект Постановления Пленума ВАС РФ включил в себя множество вопросов, часто встречающихся в судебной практике, некоторые из которых уже получили свое разрешение на уровне Президиума ВАС РФ. Между тем, понимая, что объем настоящей работы не позволяет в должной мере рассмотреть все существующие проблемы регулирования публичного предложения, в том числе отраженные в проекте Постановления Пленума ВАС РФ, хотелось бы обратить внимание на некоторые проблемы, которые либо еще не получили окончательного разрешения в проекте Постановления Пленума ВАС РФ либо не отражены в нем вовсе.

 **Правовые последствия неисполнения приобретателем акций обязанности по направлению публичного предложения.** Как было отмечено в настоящей работе, публичное предложение в широком значении представляет собой способ защиты прав акционеров, как существующих, так и будущих[[151]](#footnote-151). С точки зрения теории правоотношений, указанный способ защиты прав реализуется посредством сложного юридического состава, центральное место в котором занимает смена контроля над акционерным обществом, результатом которой является возникновение у акционеров права на защиту в виде реализации возможности по продаже принадлежащих им акций, включающей в себя следующие элементы: 1) возможность совершения действий, направленных на проведение процедуры выкупа акций, в том числе акцепт обязательного предложения (собственные действия); 2) возможность требования от приобретателя направления обязательного предложения (действия обязанных лиц)[[152]](#footnote-152). Наличие права требования направления обязательного предложения подразумевает под собой его обеспечение, в том числе принудительной силой государства, предусматривающей, в частности, возможность обращения в суд для понуждения приобретателя направить такое предложение акционерам компании. Однако, имеющаяся в настоящее время судебная практика пошла по другому пути, суды отказывают в удовлетворении требований акционеров, о понуждении приобретателя более 30% акций акционерного общества направить обязательное предложение оставшимся акционерам, по тому основанию, что неисполнение указанной обязанности влечет специальные правовые последствия, а именно ограничение количества акций, которыми такое лицо и его аффилированные лица вправе голосовать до даты направления обязательного предложения (пункт 6 ст.84.2 Закона)[[153]](#footnote-153). Совершенно ясно, что судебное ограничение способов защиты, предназначенных для защиты акционеров, в случае нарушения их прав, не соответствует ст. 12 ГК РФ и не позволяет эффективно защитить права миноритарных акционеров. Не сложно заметить путем арифметических подсчетов, что указанное обстоятельство позволяет фактическому приобретателю мажоритарного пакета акций (например 80%) осуществлять фактический контроль над компанией и без направления обязательного предложения ее акционерам.

В настоящее время ВАС РФ пытается изменить «свое» отношение к указанной проблеме, отметив в п.36.9. проекта Постановления Пленума ВАС РФ, что в случае уклонения приобретателя акций от направления обязательного предложения, владельцы ценных бумаг вправе обратиться в суд с требованиями о понуждении выкупить акции к любому из аффилированных лиц, совместно приобретших свыше 30% акций компании-цели.

**Правовые последствия отсутствия регулирования в Законе об акционерных обществах порядка взаимодействия органов управления компании-цели.** Существующий пробел в Законе об акционерных обществах, в части отсутствия подробного регулирования обязанностей органов управления компании-цели (имеются ввиду- совет директоров и исполнительные органы), не позволяет в должной мере защитить права акционеров компании-цели, а также потенциального приобретателя ценных бумаг, который подчас подлежит не меньшей защите от недобросовестного действия органов общества. Так, приобретатель, направивший соответствующее требованиям законодательства публичное предложение, предполагает что общество, надлежащим образом доведет указанное предложение до сведения акционеров, для того, чтобы последние могли принять необходимое решение в отношении принадлежащих им акций. В соответствии с п.1 ст.84.3 Закона об акционерных обществах, после поступления в компанию-цель публичного предложения, на совет директоров компании возлагается обязанность по принятию соответствующих рекомендаций в отношении полученного предложения. Между тем, наделив совет директоров указанными полномочиями, законодатель не предусмотрел механизма, гарантирующего защиту прав не только действующих акционеров, но и приобретателя акций, от их произвола. Как быть, если после поступления в компанию-цель публичного предложения совет директоров компании нарушит возложенные на него обязанности, и не примет соответствующие рекомендации в отношении акций? Исходя из буквального толкования п.2 ст.84.3 Закона об акционерных обществах, следует, что компания-цель, даже в случае не поступления соответствующих рекомендаций от ее совета директоров, обязана направить поступившее публичное предложение всем владельцам ценных бумаг, в течение 15 дней, с даты его поступления, даже при отсутствии соответствующих рекомендаций совета директоров.

 Кроме того, законодатель совершенно не проработал вопрос, относительно дальнейшей «судьбы» поступившего в общество публичного предложения, в случае неисполнения органами компании-цели своих обязанностей. Никто не может исключить ситуацию, в которой после поступления в общество публичного предложения заседание совета директоров не будет инициировано, либо после его инициирования, такое заседание так и не состоится (хотя бы по причине отсутствия кворума). Также не исключена ситуация, в соответствии с которой после проведения заседания совета директоров и принятия соответствующих рекомендаций, публичное предложение не будет направлено обществом акционерам компании-цели. В силу ст.69 Закона об акционерных обществах, от имени общества публичное предложение всем акционерам направляет единоличный исполнительный орган компании-цели. Он же, в соответствии с п.1 ст.68 Закона об акционерных обществах должен инициировать созыв заседания совета директоров компании-цели. Однако, между тем, законодатель совершенно не урегулировал случаи, когда исполнительный орган не исполняет возложенные на него обязанности, хотя бы по причине опасения, что новый мажоритарный акционер инициирует процедуру смены единоличного исполнительного органа общества.

Очевидно, что возникновение одной из указанных ситуаций, может привести к тому, что публичное предложение не будет направлено акционерам компании-цели, и как следствие, повлечь убытки, как для акционеров компании-цели, так и для приобретателя акций. Как предусмотрено п. 36.8 проекта Постановления Пленума ВАС РФ, в случае, если акционеры компании понесли убытки, в результате не направления им обществом публичного предложения, они вправе обратиться к обществу с требованием о возмещении убытков. Между тем, проект Постановления Пленума ВАС РФ упустил из внимания права приобретателя акций, направившего публичное предложение, который также может понести убытки ввиду неправомерных действий органов компании-цели и вправе требовать компенсации таких убытков (очевидно, что такое право принадлежит ему в силу ст. 15 ГК РФ). Необходимо понимать, что лицо, сделавшее публичное предложение, подчас заинтересовано в получении контроля над компанией-целью, и возмещение понесенных им убытков в результате не направления (не надлежащего направления) компанией публичного предложения своим акционерам, вряд ли сможет до конца восстановить нарушенное право приобретателя, ибо его интерес, прежде всего, заключается в получении контроля над компанией. Действующая редакция Закона об акционерных обществах не позволяет лицу, заинтересованному в приобретении акций, непосредственно направить предложение акционерам, в случае неисполнения обществом обязанности по направлению такого уведомления. Необходимо отметить, что Закон об акционерных обществах только позволяет приобретателю довести соответствующую информацию о сделанном предложении до сведения соответствующих владельцев ценных бумаг любым иным способом. Как видно, имеется множество вопросов, связанных с порядком взаимодействия органными компании-цели при поступлении в общество публичного предложения, не получивших законодательного регулирования, а также не отраженных в проекте Постановления Пленума ВАС РФ.

**Вопросы, связанные с регулированием направления публичного предложения в компанию-цель и его акцепт владельцами ценных бумаг.** Так, если приобретатель намеривается направить публичное предложение в отношении акций, обращающихся на организованных торгах, то до его направления в компанию-цель, он должен предварительно уведомить об этом федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг[[154]](#footnote-154) (далее- уполномоченный орган), путем представления соответствующего публичного предложения со всеми необходимыми документами (далее- предварительное уведомление). Приобретатель вправе направить публичное предложение в компанию-цель только при отсутствии предписания уполномоченного органа о приведении публичного предложения в соответствии с требованиями законодательства, в течение 15 дней, с даты подачи предварительного уведомления. Указанный режим направления публичного предложения можно обозначить как режим предварительного контроля за законностью публичного предложения со стороны уполномоченного органа. Другой режим - режим последующего контроля- применяется в случае, когда акции компании-цели не обращаются на организованном рынке ценных бумаг и предусматривает представление публичного предложения в уполномоченный орган не позднее даты направления его в компанию-цель (п.2 ст.84.9 Закона об акционерных обществах). Причем Закон об акционерных обществах не содержит условие, предусматривающее чтобы публичное предложение, сделанное в отношении таких акций, содержало какие либо сведения, подтверждающие его направление в уполномоченный орган. Указанное обстоятельство подтверждается судебной практикой[[155]](#footnote-155), в отличие от публичного предложения, сделанного в отношении акций, обращающихся на организованных рынках, которое, в соответствии с п.2 ст.84.1 и п.2 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, должно содержать отметку о дате его представления в уполномоченный орган. Получается, de facto, публичное предложение в отношении ценных бумаг, не обращающихся на организованных рынках, направляется в компанию-цель, по сути, без его фактической проверки на соответствие требованиям законодательства, более того, ничто не мешает его направление без фактического представления в уполномоченный орган.

 В случае несоответствия публичного предложения требованиям законодательства, уполномоченный орган направляет лицу, направившему публичное предложение, предписание о приведении публичного предложения в соответствии с требованиями Закона об акционерных обществах. Причем, в соответствии с абз.5 п.4 ст.84.9 Закона об акционерных обществах, если приобретатель не согласен с предписанием уполномоченного органа, он вправе его обжаловать в арбитражном суде. Однако пунктом 2.7 Положения о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ, утвержденного Приказом ФСФР от 13 июля 2006 г. № 06-76/пз-н «Об утверждении положения о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ» (далее- «Положения о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ»)[[156]](#footnote-156) предусмотрены иные последствия направления предписания, в отношении акций, не обращающихся на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг, которые возлагают на приобретателя акций обязанность отозвать публичное предложение, путем представления нового публичного предложения, либо обжаловать его в арбитражном суде. При этом необходимо отметить, что законодатель, предоставив в п.5 ст.84.9 Закона об акционерных обществах уполномоченному органу право на обращение в арбитражный суд с требованием о приведении публичного предложения в соответствии с требованиями законодательства, в случае пропуска срока направления предписания приобретателю, при этом не определил предельный срок для направления такого предписания в отношении ценных бумаг, не обращающихся на организованных торгах, такой срок (15 дней) определен только в абз.1 п.2.5 «Положения о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ».

***Зададимся вопросом, предоставляет ли Закон об акционерных обществах право в подзаконном нормативном акте определять срок направления предписания о приведении публичного предложения в отношении ценных бумаг, не обращающихся на организованных торгах и тем более, право определять последствия сделанной приобретателем оферты в отношении таких ценных бумаг, либо уже заключенного на основании публичного предложения оферты договора, в случае направления уполномоченным органом предписания о приведении публичного предложения в соответствии с Законом об акционерных обществах?*** Чтобы ответить на этот вопрос, для начала, необходимо определить правовую природу публичного предложения. В соответствии с п.1 ст.84.1 и п. 1 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, за публичным предложением о выкупе акций закон закрепляет статус публичной оферты. Как следует из п. 1 ст.435 ГК РФ офертой признается адресованное одному или нескольким конкретным лицам предложение, которое должно быть достаточно определенно и выражать намерение лица, сделавшего предложение, считать себя заключившим договор с адресатом, которым будет принято предложение. Пункт 2 ст.435 ГК РФ прямо предусматривает, что оферта связывает направившее ее лицо с момента ее получения адресатом. Согласно п.2 ст.437 ГК РФ публичной офертой признается содержащее все существенные условия договора предложение, из которого усматривается воля лица, делающего предложение, заключить договор на указанных в предложении условиях с любым, кто отзовется. На основании п. 1 ст.84.1 и п.1 ст.84.2 Закона об акционерных обществах, публичное предложение считается направленным всем акционерам компании-цели с момента его поступления в компанию. Исходя из изложенного и в соответствии со ст.436 ГК РФ публичная оферта не может быть отозвана лицом, ее сделавшим, с момента поступления оферты в компанию-цель, в течение всего срока действия публичного предложения. Публичная оферта имеет все признаки односторонней сделки по смыслу ст. 153 ГК РФ, т.е. является действием, направленным на возникновение у приобретателя прав в отношении ценных бумаг компании-цели. Для того, что бы соответствующие права возникли необходимо, что бы владелец акций совершил со своей стороны сделку-действие, а именно, акцептовал предложение покупателя, что влечет за собой заключение договора о продаже акций, в соответствии со ст.420 ГК РФ. Арбитражные суды иногда по иному толкуют указанное, утверждая, что публичная оферта не является сделкой в смысле ст. 153 ГК РФ[[157]](#footnote-157). Однако в научных кругах, по этому поводу имеется совершенно иная точка зрения. Так, по мнению В. Груздева, «для совершения односторонней сделки субъекту достаточно выразить только свою волю, не согласовывая ее с волями других субъектов. Если такое волеизъявление будет иметь правообразующее значение, его следует рассматривать в качестве односторонней сделки»[[158]](#footnote-158). Об оферте как односторонней сделке уже не раз говорилось в научной литературе[[159]](#footnote-159), поэтому не будем подробно останавливаться на указанном моменте. Утверждая, что публичное предложение не является сделкой, суд пошел дальше, отказывая в признании добровольного предложения недействительной сделкой, суд, в том числе, сослался на то обстоятельство, что компания, в которую было направлено добровольное предложение, не доказала о нарушении поступившим публичным предложением прав и законных интересов общества[[160]](#footnote-160). Между тем, такое нарушение презюмируется из содержания Закона об акционерных обществах. Так, соответствии со ст. 84.6 Закона об акционерных обществах, с момента поступления в общество публичного предложения, ограничивается правоспособность органов его управления, по сравнению с тем, как это предусмотрено в Законе об акционерных обществах для «нормального» режима функционирования акционерной компании, что, естественно, ограничивает мобильность ее органов в принятии соответствующих решений и, затрагивает интересы общества. Кроме того, публичное предложение возлагает на общество ряд обязательств, связанных с его направлением, так, в частности, совет директоров компании-цели обязан рассмотреть поступившее предложение и принять соответствующие рекомендации которые направляются акционерам компании. Все изложенное, только подтверждает, что поступившее в общество публичное предложение непосредственно затрагивает права и влияет на интересы компании-цели.

**Правовые последствия сделок, заключенных на основании поступившего в компанию-цель публичного предложения, не соответствующего требованию законодательства.** Так в Постановлении Президиума ВАС РФ от 07.09.2010 № 1652/10 по делу № Ф50П-1547/2008 сделан вывод, что сделка купли-продажи акций, совершенная на основании поступившей в общество оферты, несоответствующей требованиям законодательства, является незаключенной. Суд, указал в своем решении на то, что отсутствие в обязательном предложении нотариально удостоверенных копий банковской гарантии и отчета независимого оценщика, означает отсутствие заключенного договора, в виду отсутствия в публичном предложении обязательного условия, определенного законом или иным правовым актом. Не вдаваясь в содержание спорного обоснования, содержащегося в указанном постановлении Суда, следует обратить внимание на следующее:

1) Пунктом 6 ст.84.3 Закона об акционерных обществах предусмотрено иное основание несоответствия публичного предложения требованиям Закона об акционерных обществах, а именно, предоставление владельцем ценных бумаг права требования от приобретателя акций возмещения причиненных этим убытков;

2) Приобретение акций на основании публичной оферты, не соответствующей требованиям Закона об акционерных обществах, скорее является основанием для признания такой сделки недействительной в соответствии со ст.168 ГК, чем для признания такого договора незаключенным. Незаключенным может быть признан договор, в котором стороны, не достигли соглашения, по всем существенным условиям. В соответствии с п.1 ст.432 ГК РФ, существенными условиями договора являются условия о предмете договора, условия, которые названы в законе или иных правовых актах как существенные или необходимые для договоров данного вида, а также все те условия, относительно которых по заявлению одной из сторон должно быть достигнуто соглашение. Как следует из ст. 454 ГК РФ к купле-продаже ценных бумаг применяются правила, предусмотренные § 1 гл. 30 ГК РФ, т.е. общие положения о купле-продаже, если законом не установлены специальные правила их купли-продажи. Согласно ст. ст. 454, 455 ГК РФ существенным условием договора купли-продажи является условие о предмете договора, а именно о приобретаемых ценных бумагах. Таким образом, для заключения договора купли продажи акций сторонам необходимо достигнуть соглашение относительно приобретаемых акций и их количества, отсутствие иных условий в договоре купли-продажи акций не может являться основанием для признания договора незаключенным. Другое дело, если акции, в силу закона, должны приобретаться только на основании публичной оферты, условия которой также определены законом. Тогда, если публичная оферта о приобретении акций, не содержит, всех определенных законом условий, то договор, заключенный на основании такой оферты, может быть признан не действительным, как несоответствующий требованиям закона, в силу ст. 168 ГК РФ, если конечно сам закон, содержащий определенные требования к такого рода сделкам не установит, что такая сделка является оспоримой, или не предусмотрит иных последствий ее нарушения. В настоящее время п.36.6. проекта Постановления Пленума ВАС РФ предусмотрено два варианта разрешения указанного вопроса. В соответствии с первым вариантом, несоответствие публичного предложения либо договора о приобретении ценных бумаг на основании публичного предложения требованиям главы XI.1 Закона об акционерных обществах не влечет недействительность такой сделки, поскольку закон предусматривает иное, не связанное с недействительностью сделки в смысле ст.168 ГК РФ последствия такого нарушения, а именно - возникновение у прежнего владельца ценных бумаг права требовать от лица, направившего соответствующее предложение, возмещения причиненных этим убытков (п.6 ст.84.3 Закона)[[161]](#footnote-161). Второй вариант, помимо предоставления акционеру права на заявление лицу, направившему публичное предложение не соответствующее требованиям Закона, требования о возмещении причиненных в связи с этим убытков, позволяет также требовать признание соответствующей сделки недействительной[[162]](#footnote-162). Как видим, в обоих случаях речь идет о наличии (либо отсутствии) у прежнего владельцу акций права требования признания сделки недействительной, а не незаключенной, что подтверждает наши выводы о том, что договор купли продажи акций, заключенный на основании публичной оферты, содержащей условие о приобретаемых акциях и их количестве, но не соответствующей требованиям Закона об акционерных обществах, не может быть признан незаключенным.

Исходя из изложенного, можно считать неверным утверждение судов о праве приобретателя акций на возврат акций лицам акцептовавшим соответствующую публичную оферту, в случае получения приобретателем предписания уполномоченного органа о приведении публичного предложения в соответствии с требованиями Закона об акционерных обществах[[163]](#footnote-163). Принимая указанные решения суд руководствовался п.2.7. «Положения о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ», действующая редакция которого (в ред. Приказов ФСФР России от 16.10.2007 № 07-104/пз-н, от 24.04.2012 № 12-27/пз-н, от 09.08.2012 № 12-72/пз-н)[[164]](#footnote-164) предусматривает, что в случае направления предписания уполномоченного органа о приведении публичного предложения, касающегося приобретения эмиссионных ценных бумаг, не обращающихся на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в соответствии с требованиями Закона об акционерных обществах лицо, лицо, направившее указанное публичное предложение в общество, обязано его отозвать, путем представления нового публичного предложения или обжаловать указанное предписание в арбитражном суде. Таким образом, указанный подзаконный нормативный акт предоставляет оференту право в одностороннем порядке отказаться от сделки. Возникает логичный вопрос, какую юридическую силу имеет указанная норма? В соответствии с п.7 ст.84.9 Закона об акционерных обществах, уполномоченному органу предоставлено только право устанавливать требования к порядку представления в уполномоченный орган публичного предложения, уведомления о праве требовать выкупа ценных бумаг, предусмотренного ст.84.7 Закона, и требования о выкупе ценных бумаг, предусмотренного ст.84.8 Закона. Таким образом, указанный орган не вправе устанавливать правило, в соответствии с которым лицу, направившему публичное предложение, предоставляется право в одностороннем порядке отказаться от сделки. Также путем логического умозаключения можно сделать вывод, что содержание понятия «требование к порядку представления в уполномоченный орган публичного предложения» не включает в себя «срок» в течение которого, уполномоченный орган может направить предписание о приведение публичного предложение в соответствии с Законом об акционерных обществах. Некое компромиссное решение указанного вопроса попытался найти ВАС РФ в п.36.15 Проекта Постановления ВАС РФ, в соответствии с которым отзыв публичного предложения во исполнение предписания федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, направленного в порядке, предусмотренном п.2.7 «Положения о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ», возможен только до момента истечения срока принятия такого предложения.

**Общие выводы:**

**1)** Сформировавшаяся в настоящее время судебная практика, предусматривающая в качестве правового последствия неисполнения приобретателем акций обязанности по направлению публичного предложения, только ограничение количества акций, которыми такое лицо его аффилированные лица вправе голосовать, до даты направления обязательного предложения, не соответствует ст. 12 ГК РФ, предусматривающей такой способ защиты прав, как «присуждение к исполнению обязанности в натуре».

**2)** В Главе XI.1 Закона об акционерных обществах не определен порядок взаимодействия органов юридического лица при поступлении в общество публичного предложения, в том числе в части возложения обязанности на единоличный исполнительный орган по инициированию заседания совета директоров компании-цели, и по направлению акционерам компании-цели публичного- предложения с рекомендации совета директоров, а также не предусмотрена ответственность органов компании за неисполнение возложенных на них обязанностей. Кроме того, Законом об акционерных обществах не предусмотрена ответственность членов совета директоров за нарушение обязанности по принятию соответствующих рекомендаций в отношении поступившего в общество публичного предложения.

**3)** Закреплениев ст. ст.84.9 Закона об акционерных общества режима последующего контроля со стороны уполномоченного органа за законностью публичного предложения, в отношении акций, не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, в купе с «Положением о требованиях к порядку совершения отдельных действий в связи с приобретением более 30 процентов акций открытых акционерных обществ», утвержденного Приказом ФСФР от 13 июля 2006 г. № 06-76/пз-н, позволяет приобретателю указанных акций в одностороннем порядке отозвать направленное публичное предложение.

**4)**  В Законе об акционерных обществах отсутствует норма, признающая недействительными сделки купли-продажи акций, заключенные на основании поступившего в общество публичного предложения, несоответствующего требованиям законодательства, что дает основание судам признавать такие сделки незаключенными.

**§3.2. Цель совершенствования действующего законодательства регулирующего публичное предложение о выкупе акций**

Не секрет, что необходимым условием совершенствования законодательства, регулирующего публичное предложение, является определение цели совершенствования такого регулирования. При этом, ***необходимость изменения специального правового режима регулирования обусловлена, прежде всего, стремлением законодателя обеспечить баланс между двумя противоположными целями регулирования публичного предложения, а именно стимулированием корпоративной реструктуризации, выраженной в побуждении потенциальных приобретателей в осуществление инвестиций в акционерные общества и в тоже время, обеспечением защиты прав и законных интересов действующих акционеров компании.*** Однако, необходимо понимать, что публичное предложение не может считаться эффективно урегулированным в случае, если законодатель осуществляя такое регулирование пытается учесть, например, права и интересы только миноритарных акционеров, без учета интересов владельцев крупных пакетов акций. Одновременно, нельзя считать надлежащим регулирование, направленное только на защиту приобретателей акций, без учета интересов существующих акционеров, как мажоритарных так и миноритарных. Разумным шагом в разрешении указанного вопроса, полагаю, будет нахождение компромиссного решения, учитывающего интересы как приобретателя крупного пакета акций компании-цели, так и всех ее акционеров, без учета размера принадлежащих им акций. При этом, следует согласиться с точкой зрения, в свете которой, приобретатель акций должен рассматриваться, в рамках корпоративных отношений, как «новый мажоритарный акционер»[[165]](#footnote-165). Следовательно при регулировании отношений, связанных с публичным предложением, должны учитываться интересы как существующих акционеров, так и лиц, приобретающих акции, с учетом того, что инвестор, направляющий публичное предложение в общество, но еще не ставший его акционером, также подлежит защите в рамках указанных отношений, иначе вряд ли кто решится приобретать акции путем публичного предложения, зная, что его права, как потенциального приобретателя акций, фактически будут незащищены. Исходя из изложенного логично сделать вывод, что **целью совершенствования действующего законодательства регулирующего публичное предложение является приведение его в такое состояние, при котором фактически будет предоставлена равная защита прав всем участникам публичного предложения, а именно акционерам компании-цели, как миноритарным так и мажоритарным (под которыми понимаются лица, являющиеся акционерами до публичного предложения и ставшие такими в результате приобретения акций в рамках публичного предложения), а также лицам, еще не ставшим акционерами, но направившим в компанию-цель публичное предложение**. Одним словом, задачей законодателя является обеспечение регулирования публичного предложения, таким образом, при котором будут максимально защищены права всех сторон публичного предложения, в том числе путем создания механизма, гарантирующего права акционеров компании-цели при существенном изменении расстановки сил внутри акционерного общества.

**§ 3.3. Предложения по внесению изменений в законодательство, регулирующее публичное предложение о выкупе акций.**

Практика показала, что скопированная Российской правовой системой Британская (Европейская) модель регулирования публичного предложения, подлежит корректировке, с учетом имеющейся Российской действительности. Регулирование, которое «слаженно работает» в Европе, в России дает сбои и фактически не предоставляет полную защиту всем участникам публичного предложения. Дело здесь скорее не только в недоработке самих норм, регулирующих публичное предложения, а в необходимости изменения отечественного корпоративного законодательства.

Прежде всего, обращает на себя внимание, на отсутствие законодательного регулирования в части возложения соответствующих обязанностей на исполнительные органы компании-цели, при поступлении в общество публичного предложения[[166]](#footnote-166), а также ответственности за их нарушение. В том числе, обращает внимание отсутствие регулирования фидуциарных обязанностей исполнительных органов и членов совета директоров компании-цели, в том виде, как они существуют в праве Великобритании и США. Между тем, институт фидуциарных (доверительных) отношений можно считать именно тем стержнем, вокруг которого вращаются механизмы публичного предложения, созданные, как в Великобритании так и в США. Законодательное закрепление фидуциарных обязанностей преследует несколько целей: оно дисциплинирует участников, на его основании устанавливаются стандарты управления, и, в случае неправомерных действий соответствующих органов, оно предоставляет необходимый механизм взыскания убытков[[167]](#footnote-167). Так, одной из целей концепции фидуциарных обязанностей в американском корпоративном праве является удовлетворение интересов акционеров компании в надлежащей деятельности лиц, входящих в ее органы управления, а также других лиц указанных в уставе (officers, directors)[[168]](#footnote-168).

Обобщая вышеуказанное, необходимо отметить, что содержание понятия «фидуциарные обязанности» директоров по смыслу права США и Великобритании гораздо шире обязанностей членов совета директоров, закрепленных в п.1 ст. 71 Закона об акционерных обществах и возлагающих на членов совета директоров (наблюдательного совета) общества только обязанность действовать в интересах общества, осуществлять свои права и исполнять обязанности в отношении общества добросовестно и разумно. Указанное обстоятельство не позволяет в полной мере применить к определенным в данной норме обязанностям членов совета директоров термин «фидуциарные обязанности», в том понимании, которое в него заложила англо-саксонская система права. Не изменил ситуацию и Федеральный закон от 30.12.2012 N 302-ФЗ «О внесении изменений в главы 1,2,3 и 4 части первой Гражданского Кодекса Российской Федерации»[[169]](#footnote-169), включивший в ст.1 ГК РФ принцип добросовестности[[170]](#footnote-170), а также «запрет на недобросовестное поведение», в соответствии с которым никто не вправе извлекать преимущество из своего незаконного или недобросовестного поведения (забыв при этом раскрыть признаки недобросовестного поведения).

Закрепление в Законе об акционерных обществах основных принципов поведения, следование которым позволяет утверждать о соблюдении фидуциарных обязанностей органами общества, будет требовать обеспечение их толкования, которое может изменяться и расширяться с учетом складывающейся практики. Как справедливо было отмечено: «Традиционно участники хозяйственного оборота ожидают правового порядка, обеспеченного государством. Вызванное потребностями меняющейся жизни, в современный период происходит глубокое осмысление регуляторной системы общества, реформирование государственной ее части»[[171]](#footnote-171). Так, в показательном деле ОАО «Кировский завод», суд указал что лицо, которому акционеры доверили руководство текущей деятельностью общества, должен совершать действия, ожидаемые в аналогичных ситуациях при аналогичных обстоятельствах от **хорошего руководителя**, при этом сославшись на норму п.3.1.1 главы 4 Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного к применению распоряжением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 04.04.2002 № 421/р[[172]](#footnote-172) и являющегося лишь рекомендательным документом[[173]](#footnote-173). Необходимо отметить, что аналогичная норма, определяющая соответствующие обязанности членов совета директоров, содержится в п. 3.1.1. Раздела 3 Кодекса корпоративного поведения.

Определенную роль в регулировании указанных отношений может сыграть использование, так называемого мягкого права (soft law). К такому регулированию, в частности, возможно отнести положения Кодекса корпоративного поведения, применение которого, как указывалось в настоящей работе, является добровольным для участников корпоративных отношений. Не смотря на то, что в современном понимании, Кодекс корпоративного поведения нельзя отнести к источнику «мягкого права», т.к. его принятие было инициировано органом государственной власти, однако с точки зрения позитивизма, Кодекс корпоративного поведения вполне можно считать источником «мягкого права»[[174]](#footnote-174). К Кодексу корпоративного поведения часто прибегают суды, когда хотят восполнить имеющийся пробел. Так, в деле ОАО «Кировский завод»[[175]](#footnote-175), суд применил содержащееся в Кодексе корпоративного поведения понятие «хороший руководитель». Следовательно, в случае предоставления полномочий федеральному органу исполнительной власти по рынку ценных бумаг на разъяснение содержания фидуциарных обязанностей директоров компании, а также по применению других норм, регулирующих публичное предложение, законодатель «создаст» инструмент оперативного регулирования корпоративных отношений, возникающих при публичном предложении, аналогичного Комитету по поглощениям и слияниям, созданного в Великобритании или Комиссии по ценным бумагам и биржам в США. Как справедливо было отмечено исследователями, современное корпоративное право любой страны, основанной на рыночной экономике различного уровня развития, испытывает на себе влияние законодательных и иных регуляторных реформ[[176]](#footnote-176).

Обобщая все вышесказанное можно сделать вывод, что наличие в законодательстве норм, четко закрепляющих фидуциарные обязанности директоров компании, а также их ответственность за нарушение таких обязанностей является некой гарантией для акционеров, доверяющих управление компанией в руки профессионалов, коими являются те самые члены совета директоров. Использование механизма фидуциарной обязанности членов совета директоров позволило акционерам как в Великобритании так и в США направить регулирование публичного предложения в режим «наибольшего благоприятствования», с учетом существующих особенностей, присущих каждой системе регулирования При этом, воспринятая Российской Федерацией Британская модель регулирования публичного предложения, рассчитанная на ситуации, в которых контрольный пакет акций компании как правило сосредоточен в руках небольшого количества институциональных акционеров, часто аффилировнных между собой, может оказаться не совсем подходящей для ситуаций, в которых акции компании распылены между огромным количеством акционеров, когда контроль практически не принадлежит никому. Для таких случаев, более подходящей может стать американская модель регулирования, где активным органом управления при публичном предложении, по сути, становится совет директоров компании-цели.

 Думается, что основной задачей законодателя является не столько урегулирование уже сложившихся общественных отношений (хотя и это является немаловажным), а сколько прогнозирование направления и динамики их развития, позволяющее создать систему регулирования, в полной мере учитывающую не только существующие, но и складывающиеся общественные отношения. Не секрет, что в настоящее время гражданам РФ достаточно активно прививается «инвестиционная грамотность», стимулирующая их вкладывать свои сбережения в доходные активы, в том числе акции акционерных обществ. Все больше крупных компаний размещают свои акции на биржах, в том числе в целях привлечения дополнительных средств. Таким образом, усматривается тенденция к «распылению» акционерного капитала крупных Российских компаний среди множества акционеров. Рискну предположить, что в ситуации, когда акционерный капитал компании рассредоточен среди огромного количества акционеров, ни один из которых, по сути, не обладает контролем, т.е. когда не обладая контрольным пакетом акций можно осуществлять определенный контроль над компанией, американская модель регулирования публичного предложения может стать наиболее предпочтительной. В такой ситуации, в целях создания оптимального механизма регулирования публичных предложений, возможно законодательное дозволение крупным акционерным компаниям самим выбирать механизм регулирования публичного предложения в отношении своих акций, путем закрепления соответствующих правил в учредительных документах.

Реализовать предложенную нами «новеллу» возможно, например, путем закрепления в Главе XI.1 Закона об акционерных обществах, регулирующей порядок осуществления публичных предложений, норм, позволяющих акционерам соответствующих компаний предусматривать в уставе право совета директоров на принятие оперативных решений по осуществлению противодействия публичному предложению. При этом, лицо делающее публичное предложение будет понимать, с какими трудностями ему придется столкнуться. Указанная «новелла» будет стимулировать акционеров более тщательно относится к выбору кандидатур на должность членов совета директоров, всесторонне учитывать их профессиональный и жизненный опыт.

**Общие выводы:**

**1)** В Главе XI.1 Закона об акционерных обществах необходимо четко прописать порядок взаимодействия органов юридического лица при поступлении в общество публичного предложения (в том числе, в части возложения обязанности на единоличный исполнительный орган по инициированию заседания совета директоров компании-цели, и по направлению акционерам компании-цели публичного- предложения с рекомендации совета директоров), а также предусмотреть ответственность органов компании за неисполнение возложенных на них обязанностей, в том числе ответственность членов совета директоров компании-цели за неисполнение обязанности по принятию соответствующих рекомендаций в отношении поступившего в общество публичного предложения.

В целях обеспечения исполнения советом директоров своих обязанностей, считаю необходимым закрепить в Законе об акционерных обществах норму, обязывающую органы общества соблюдать свои фидуциарные обязанности, в том числе проявлять разумную заботливость, соблюдать лояльность, действовать добросовестно, и в интересах общества. Право по осуществлению разъяснений и толкованию термина «фидуциарные обязанности», в таком случае, возможно предоставить федеральному органу исполнительной власти по рынку ценных бумаг, путем внесения соответствующих изменений в п.7ст.84.9 Закона об акционерных обществах.

**2)** Поскольку судебная практика признает незаключеннымисделки купли-продажи акций, совершенные на основании поступившего в общество публичного предложения, несоответствующего требованиям законодательства, считаю необходимым закрепить в Законе об акционерных обществах норму, в соответствии с которой такие сделки будут признаваться недействительными. Более того, в целях сохранения стабильности отношений считаю возможным применить для указанных сделок режим «оспоримых сделок».

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

После проведенного в настоящей работе анализа развития Британской и Американской моделей регулирования публичного предложения о выкупе акций, необходимо отметить, что каждая из созданных в Великобритании и США, под влиянием различных подходов к формированию корпоративного контроля, моделей регулирования публичного предложения, имеет свои преимущества и недостатки. При этом, можно с уверенностью заявить, что ни одна из указанных моделей регулирования, пока полностью не достигла основной цели публичного предложения, заключающейся в создании определенных правил, обеспечивающих справедливые условия перераспределения корпоративного контроля и выплату справедливой компенсации за отчуждение прав контроля акционерам компании. Указанная цель направлена, прежде всего, на обеспечение равной защиты прав и интересов всех участников публичного предложения. Более того, из анализа указанных моделей регулирования напрашивается вывод, что Британская модель регулирования публичных предложений, направлена прежде всего на защиту прав акционеров, в качестве собственников компании-цели, а Американская модель, больше эффективна для инвесторов, приобретающих контроль над компанией-целью.

 Российская модель регулирования, включившая нормы Британского Кодекса Сити в отечественную систему регулирования корпоративных отношений, была обречена на появление пробелов в регулировании публичного предложения, в том числе, в части регулирования обязанностей органов управления компании при поступлении публичного предложения. Анализ Главы XI.1 Закона об акционерных обществах, регулирующей отношения связанные с публичным предложением показал, что остался непроработанным вопрос минимизации возможностей оппортунистического поведения совета директоров в связи с созывом общего собрания акционеров. В ситуации, когда законодатель ориентирует на то, что решение вопросов о противодействии публичному предложению отнесено к компетенции общего собрания акционеров, а созыв и подготовка общего собрания акционеров увязаны с действиями совета директоров, следует детально описать механизмы, минимизирующие риск блокировки или не проведения общего собрания акционеров в связи с противодействием совета директоров. Кроме того, в Законе об акционерных обществах необходимо четко прописать порядок взаимодействия органов юридического лица при поступлении в общество публичного предложения, в том числе закрепить обязанность единоличного исполнительного органа по инициированию заседания совета директоров компании-цели, и по направлению акционерам компании-цели публичного- предложения с рекомендации совета директоров, а также предусмотреть ответственность органов компании за неисполнение возложенных на них обязанностей. Также необходимо предусмотреть ответственность за неисполнение членами совета директоров обязанности по принятию соответствующих рекомендаций в отношении поступившего в общество публичного предложения. Более того, необходимо в Законе об акционерных обществах прямо указать на необходимость соблюдения фидуциарных обязанностей органами компании-цели.

Помимо указанных, также имеется множество других вопросов в части регулировании публичного предложения, так, в частности, не до конца урегулированными остались отношения по предоставлению защиты акционерам компании-цели при ненаправлении приобретателем контрольного пакета акций публичного предложения; в части классификации сделок купли-продажи акций, совершенных на основании поступившего в общество публичного предложения, несоответствующего требованиям законодательства; кроме того вызывает сомнение в необходимости закрепления в Законе об акционерных обществах режима последующего контроля уполномоченного органа за законностью публичного предложения, сделанного в отношении акций не обращающихся на организованных рынках, позволяющего приобретателю акций в одностороннем порядке отказаться от направленного публичного предложения и т.д.

Думается, что совершенствование российской модели регулирования публичного предложения необходимо осуществлять с учетом цели такого совершенствования, заключающейся в приведение законодательства в такое состояние, при котором фактически будет предоставлена равная защита прав всем участникам публичного предложения, как миноритарным так и мажоритарным акционерам компании-цели, а также лицам, еще не ставшим акционерами, но сделавшим публичное предложение. Достичь указанной задачи возможно, в том числе, путем использования положительного опыта регулирования публичного предложения не только Великобритании, но и США.

Несмотря на то, что в настоящее время судебная практика пытается выработать некую концепцию применения законодательства, регулирующего публичное предложение, имеется еще масса неурегулированных вопросов в данной области. Указанное обстоятельство можно объяснить, в том числе, «юностью» российской практики в данной области общественных отношений, по сравнению с европейским или американским опытом. Но, не смотря на это, как кажется, практика развития и применения акционерного законодательства в Российской Федерации идет «семимильными шагами» и идет в верном направлении. Между тем, развитие корпоративного законодательства должно происходить не революционно, а эволюционно, к планируемым изменениям необходимо подходить осторожно, строя новое, не ломая старого и учитывая опыт зарубежных стран.

Надеюсь, что сделанные в настоящей работе, выводы окажутся верными и учитывающими направление дальнейшего развития акционерного законодательства в Российской Федерации.

**СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ:**

**Литература на русском языке**

**1.** Агеев А. Новый порядок приобретения крупных пакетов акций// Слияния и поглощения.2005.№ 7-8.

**2.** Архипов Д.А. Принудительный выкуп голосующих акций- инструмент непропорционального ограничения прав миноритарных акционеров. Так ли это на самом деле?// Вестник ВАС. 2005 № 12.

**3.** Бегаева А.А. Корпоративные слияния и поглощения : проблемы и перспективы правового регулирования/ под. ред. Н.И.Михайлова. М.: Инфотропик Медиа, 2010.

**4.** Будылин С.Л. Разум и добрая совесть: обязанности директора в США,Великобритании, России//Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации, 2013, № 2.

**5.** Вавулин Д.А., Федотов В.Н. К вопросу об отнесении Российской Федерации к аффилированным лицам юридического лица для целей статьи 84.2 Закона "Об акционерных обществах" "Право и экономика", 2011, N 6.

**6.** Габов А.В. Об основных проблемах применения правил поглощения акционерных обществ// Журнал российского права. 2007 № 9.

**7.** Гетьман-Павлова И.В., Левинская И.Н. Защита прав миноритарных акционеров при слияниях и поглощениях в российском и зарубежном законодательстве //Безопасность бизнеса, 2010, № 3, №4.

**8.** Глушецкий А. Ответственность за неисполнение обязанности направить публичную оферту о приобретении ценных бумаг акционерного общества// Хозяйство и право. 2009, № 6.

**9.**  Гомцян С.В. Правила поглощения акционерных обществ: сравнительно-правовой анализ. М.: Волтерс Клувер, 2010.

**10.** Гомцян С.В. Урегулирование конфликтов интересов в российском праве в рамках публичных поглощений// Предпринимательское право.2009. №1.

**11.** Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний/Пер. с англ. 3-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

**12.** Дедов Д.И. Совершенствование правового режима поглощения в акционерном праве//Предпринимательское право.2006.№ 1.

**13.**Демидова Е.С. Регулирование поглощений в России: причины следования европейской модели//Российская юстиция, 2007, № 2.

**14.** Добровольский В.И. Анализ и комментарий корпоративного законодательства и судебной практики.М.: Волтерс Клувер,2007.

**15.** Добровольский В.И. Применение корпоративного права: Практическое руководство для корпоративного юриста. М.:Волтерс Клувер, 2008.

**16.** Калашников Г.О. Слияние и поглощение компаний по праву Европейского Союза.-М.: Международные отношения, 2007.

**17.** Качалова А.В. Интересы мажоритарных и миноритарных акционеров при приобретении более 30% акций открытого акционерного общества // Законодательство. 2010. N 2.

**18.** Корпоративное право: Актуальные проблемы теории и практики/под общ. ред. В.А. Белова-М.: Издательство Юрайт, 2009 .

**19.** Корпоративное право: учебный курс: учебник/отв.ред.И.С.Шиткина.-М. : КНОРУС, 2011.

**20.** Ломакин Д.В. Корпоративные правоотношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. М.:Статут,2008.

**21.** Ломакин Д.В. От корпоративного интереса через злоупотребление корпоративным правом к корпоративному спору//Корпоративный юрист.2006.№2.

**22.** Мальцев А. Обязательное предложение в условиях аффилированности//ЭЖ-Юрист.2007.№7.

**23.** Молотников А.Е. Особенности приобретения крупных пакетов акций//Юрист.2011.№ 2.

**24.** Осипенко О.В. Конфликты в деятельности органов управления акционерных компаний.-М.:Статут,2007.

**25.** Попов А.Е. Обязательное предложение как средство защиты прав и интересов акционеров//Законодательство.2011.№7.

**26.** Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. М.:Инфотропик Медиа,2012.

**27.** Поглощение посредством приобретения косвенного контроля//Законодательство.2010.№2.

**28.** Рудык Н.Б. Методы защиты от враждебного поглащения: учеб.-практич. Пособие.-2-е изд.-М.: Издательство «Дело» АНХ,2008.

**29.** Предпринимательское право: вызовы времени. Научные труды кафедры предпринимательского права. Вып. 1 / Под общ. ред. д-ра юрид. наук, проф. О.М. Олейник, д-ра юрид. наук Ю.Б. Фогельсона. М.: ГУ - ВШЭ, 2009.

**30.** Савчук С.П., Кадиков Р.Р. Добровольный и принудительный выкуп акций: практический комментарий к главе XI.I ФЗ «Об акционерных обществах». Судебная практика.2-е изд., доп. и перераб. М.: Акционерный вестник,2008.

**31.** Степанов Д.И. О недостатках российского закона о поглощениях// Корпоративный юрист.2006. №6.

**32.** Степанов Д.И. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров // Хозяйство и право. 2006. N 4 - 7.

**33.** Степанов Д.И. Следует ли допускать аннулирование обязательного предложения при поглощениях?//Закон. 2009. №10.

**34.** Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу. Искусство слияний и поглощений Пер.с англ.-5-е изд.-М.: Альпина Паблишерз,2011.

**35.** Чеховская С.А. «Мягкое» корпоративное право: постановка проблемы// Предпринимательское право, 2012, №4.

**36.** Шапкина Г.С. Применение акционерного законодательства. М.: Статут, 2009.

**37.** Шиткина И.С. Холдинги: правовое регулирование и корпоративное управление: научно-практическое издание. М. :Волтерс Клувер, 2008.

**Литература на иностранных языках**

**1.** A Practitioner’s Goode to Takeovers and Mergers in the European Union. Fifth Edition. London: City & Financial Publishing. 2008.

**2.** Andrews W. The Stockholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares//Harvard Law Reviev.1965. Vol.78.

**3.** Armour J., et al. The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework// Harvard International Law Journal.2011.Vol.52.

Bebchuk L.A. The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. 69 University of Chicago Law Review 973 (2002).

**4.** Bergstrom C., et al. Regulation of Corporate Acquisition: A Law and Economics Analysis of European Proposal for Reform//Columbia Business Law Review.1995.№2.

**5.** Bergstrom C., Hogfeldt P. The Equal Bid Principle: An Analysis of the Thirteenth Council Takeover Directive of the European Union//Journal of Business Finance & Accounting. 1997.

**6.** Brown M. Takeovers: A Strategic Guide to Mergers and Acquisitions. 3 ed. New York: Aspen Publishers, 2010.

**7.** Burkart M., Panunzi F. Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process. ECGI-Law Working Paper No. 10/2003.2003 (цит.по: http://ssrn.com/abstract=420940).

**8.** Davies P. The Notion of Equality in European Takeover Regulation//Takeovers in English and German Law/ ed. By J. Payne. Portland: Hart Publishing, 2002.

**9.** Davies P., Hopt K. Control Transactions // The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach / Ed. by R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock. New York, Oxford University Press, 2004.

**10.** DeMott D. Current issues in Tender Offer Regulation: Lessons from the British//New York University Law Review.1983.Vol.58

**11.** Dignam A., Allen D. Company Law and the Human Rights Act 1998 // London/Edinburgh/Dublin, Butterworths. 2000.

**12.** Enriques L. The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking?//Reforming Company and Takeover Law in Europe/ed. By G. Ferrarini et.al. New York: Oxford University Press, 2004.

**13.** John Armour and David A. Skeel. Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?- The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation, Georgetown Law Journal,Vol. 95,p. 1727, 2007 (цит.по: http://ssrn.com/abstract\_id=928928).

**14.** Johnston Al. The City Take-over Code. New York:Oxford University Press, 1980.

**15.** Ventoruzzo M. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. 41 Texas International Law Journal 171 (2006).

**16.** Ventoruzzo M. Takeover Regulation as a Wolf in Sheep’s Clothing: Taking U.K. Rules to Continental Europe//University of Pennsylvania Journal of Business Law.2008.Vol.11.

**17.** Weinberg on Take-overs and Amalgations. 1 ed. London: Sweet & Maxwell, 1963.

**18.** Weinberg on Take-overs and Amalgations. 2 ed. London: Sweet & Maxwell, 1967.

**19.** Weinberg on Take-overs and Mergers. 3 ed. London: Sweet & Maxwell, 1971.

**20.** Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. 4 ed. London: Sweet & Maxwell, 1979.

**21.** Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. 5 ed. London: Sweet & Maxwell, 2005.

1. *Queensberry Rules for Bids, Economist, Oct.31, 1959, at 440.* [↑](#footnote-ref-1)
2. "Собрание законодательства РФ", 01.01.1996, N 1, ст. 1. [↑](#footnote-ref-2)
3. "Собрание законодательства РФ", 09.01.2006, N 2, ст. 172 . [↑](#footnote-ref-3)
4. В значении «крупный пакет» необходимо учитывать особенности регулирования публичного предложения, применяемого в конкретном государстве. [↑](#footnote-ref-4)
5. О причинах активизации рынка поглощений в послевоенное время см.: Armour J., et al. The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework// Harvard International Law Journal.2011. Vol. 52 P. 233; Johnston An. Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code// Cambridge Law Journal.2007.Vol. 66.P. 423-432. [↑](#footnote-ref-5)
6. Cм.: William J. Carney, Merger and Acquisitions. Cases and Materials 15 (N.Y.: Foundation Press, 2000). [↑](#footnote-ref-6)
7. См.: Johnston Al. The City Take-over Code. New York: Oxford University Press, 1980. P.11. [↑](#footnote-ref-7)
8. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении/ А.Е. Попов-М.: Инфотропик Медиа, 2012., стр.13. [↑](#footnote-ref-8)
9. Дж. Фрэнкс, К. Мейер и С. Росси утверждают, что распыленный акционерный капитал начал превалировать в Великобритании с начала XX в. Однако они же отмечают, что принятие правил публичного поглощения в Великобритании стало результатом активного лоббирования со стороны институциональных инвесторов и было направлено на защиту прав и законных интересов миноритарных акционеров (см.: Franks J., Mayer C., Rossi S. Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom // A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers (National Bureau of Economic Research Conference Report) / ed. by R.K. Morck. Chicago, University of Chicago Press, 2006. At 581 - 612). [↑](#footnote-ref-9)
10. См.: Cheffins B.R. Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. 30 Journal of Legal Studies 459 (2001), at 466 - 468. [↑](#footnote-ref-10)
11. См.: Skog R. Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis. SUERF, Amsterdam, 1997, at 7. [↑](#footnote-ref-11)
12. См.: Johnston Al. Op. cit. P. 19. [↑](#footnote-ref-12)
13. Ассоциация объединяла банки, обеспечивающие эмиссию ценных бумаг компаний. [↑](#footnote-ref-13)
14. См. Notes on Amalgamations of British Business (здесь и далее, если не указано иное, нормативные и ненормативные акты, а также решения судов. Великобритании цит. по правовым базам <http://www.westlaw.co.uk> и <http://www.lexisnexis.co.uk>). См. также Johnston An. Op.cit. P. 432. [↑](#footnote-ref-14)
15. См.: Johnston Al. Op. cit. P. 27-28. [↑](#footnote-ref-15)
16. См.: Revised Notes on Company Amalgations and Margers. . [↑](#footnote-ref-16)
17. Очевидно, что «близкую связь» с советом директоров имели именно крупные акционеры. [↑](#footnote-ref-17)
18. Хотя формулировка и была расплывчатой и не содержала четкой обязанности сделать предложение в случае смены контроля, учитывая общий культурный уровень коммерсантов в Великобритании, а также качество и условия самой среды, можно предположить, что такая норма имела большое влияние на участников публичного предложения. [↑](#footnote-ref-18)
19. См.: Pennington R.R. Takeover Bids in the United Kingdom. 17 American Journal of Comparative Law 159 (1969), at 172. [↑](#footnote-ref-19)
20. Кодекс Сити был введен не потому, что Пересмотренные разъяснения были плохо составлены, а из-за отсутствия субъекта, контролирующего их исполнения. Вместе с появлением Кодекса Сити был создан и Комитет по поглощениям (см.:Armour J., et.al. Op.cit.P. 236-237; Johnston An.Op. cit.P. 442). [↑](#footnote-ref-20)
21. См.: Panel on Takeovers and Mergers, "Report on the Year Ended 31 March 1969 (1968 - 1969 Report)", at 3 (http:// www.thetakeoverpanel.org.uk/ new/ reports/ DATA/ Report1969.pdf). [↑](#footnote-ref-21)
22. См.: Section 1, Panel on Takeovers and Mergers, "City Code on Takeovers and Mergers", Eight edition (20 May 2006), at A1 (http:// www.thetake-overpanel.org.uk/ new/ codesars/ DATA/ code.pdf). [↑](#footnote-ref-22)
23. См.: Skog R. Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis. SUERF, Amsterdam, 1997, at 14. [↑](#footnote-ref-23)
24. См.: Ibidem. [↑](#footnote-ref-24)
25. . Необходимо подчеркнуть, что в Пересмотренных разъяснениях, в отличие от Кодекса Сити, обязанность установления наличия негативного эффекта смены контроля лежала на продавцах акций, что естественно, было слишком субъективно и не могло в должной мере обеспечить защиту миноритарных акционеров. [↑](#footnote-ref-25)
26. Под «эффективным контролем» понималась возможность лица, обладающего определенным количеством голосующих акций, обеспечить, чтобы дела компании осуществлялись согласно его воле (см.:Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. 5 ed. London; Sweet & Maxwell, 2005.P.4208). На практике, как правило, это означало владение более 30% голосующих акций (см.: Johnston Al.Op.cit.P.68). [↑](#footnote-ref-26)
27. См.Weinberg on Take-overs and Mergers. 3 ed. London: Sweet & Maxwell, 1971. [↑](#footnote-ref-27)
28. См.: Panel on Takeovers and Mergers Statement of 6 January 1972, at 2. [↑](#footnote-ref-28)
29. См.:Ibid. P. 4. [↑](#footnote-ref-29)
30. См.: Rule 29B Panel on Takeovers and Mergers Statement of 18 January 1972. [↑](#footnote-ref-30)
31. См.: City Code on Takeovers and Mergers of 18 January 1972. Rule 35. [↑](#footnote-ref-31)
32. См.: City Code on Takeovers and Mergers of 18 January 1972. Rule 35. [↑](#footnote-ref-32)
33. См.: Johnston Al.Op.cit. P. 94-95. [↑](#footnote-ref-33)
34. См.: Johnston Al.Op.cit. P. 94-95. [↑](#footnote-ref-34)
35. См.: Panel on Takeover and Mergers Report on the Year Ended 31 March 1974, at 8. См. также: Boyle A., Sykes R. Gore-Browne on Companies.43 ed. 2 vol. Bath: Jordan & Sons, 1984. Section 29-48. [↑](#footnote-ref-35)
36. См. Rule 9.1. City Code on Takeovers and Mergers. [↑](#footnote-ref-36)
37. URL: http:// www.freshfields.com/ publications/ pdfs/ 2006/ 15139.pdf. [↑](#footnote-ref-37)
38. http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf [↑](#footnote-ref-38)
39. URL: http:// stocks.petrovichweb.ru/ papers/ art1.htm; http:// www.rcb.ru/ archive/ arhivercb.asp?mid=52006. [↑](#footnote-ref-39)
40. См.: Cooke S. Buying out minority shareholders. URL: <http://www.practicallaw.com/2-254-3971>. [↑](#footnote-ref-40)
41. См.: Rule 21.1, City Code on Takeovers and Mergers, at I14. [↑](#footnote-ref-41)
42. Directive 2004/25/EEC of the European Parliament and of the Council of 21 Apr. 2004 on Takeovers bids. OJ L 142, 30.04.2004. P. 12 - 23. [↑](#footnote-ref-42)
43. См.: Companies Act 2006. URL: http:// www.statutelaw.gov.uk/ SearchResults.aspx?TYPE= QS&Title= companies+act&Year= &Number= &LegType= All+Legislation. [↑](#footnote-ref-43)
44. См.: Section 2(a), City Code on Takeovers and Mergers, Eight edition (20 May 2006), at A2.

Правила Кодекса Сити будут иметь также силу закона на Нормандских островах (острова Джерси и Гернси) и острове Мэн, если положения гл. 1 ч. 28 Закона о компаниях 2006 г. будут распространены в соответствии с законом или иным актом на эти юрисдикции (см.: Section 2(a), City Code on Takeovers and Mergers, Eight edition (20 May 2006), at A2; Section 965, US Companies Act 2006, at 457). Указанные острова находятся под юрисдикцией Великобритании, но не входят в ее состав и, соответственно, не входят также в ЕС. [↑](#footnote-ref-44)
45. Степанов Д.И. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров // Хозяйство и право. 2006. N 4 - 7. [↑](#footnote-ref-45)
46. См. раздел 429-430В Companies Act, в то время как в Германии он закреплен на уровне 95% [↑](#footnote-ref-46)
47. См.: Dignam A., Allen D. Company Law and the Human Rights Act 1998 // London/Edinburgh/Dublin, Butterworths. 2000. P. 278. [↑](#footnote-ref-47)
48. См.: Cooke S. Op. cit. [↑](#footnote-ref-48)
49. См.: Yoran A. Advanced Defensive Tactics Against Takeover Bids // J. Comp. L. 1973. 21 Am. 531. [↑](#footnote-ref-49)
50. Aaron Yoran (Jurkevitz), Advanced Defensive Tactics Against Takeover Bids, 21 Am. J. Comp. L. 531 (1973). [↑](#footnote-ref-50)
51. Act of July 29,1968,Pub.L.No.90-439,82 Stat.454 (codified at 15 U.S.C. §§78m(d)-(e),n(d)-(f)). [↑](#footnote-ref-51)
52. См.: Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881 (June 6, 1934). (здесь и далее, если не указано иное, нормативные и ненормативные акты, а также решения судов США цит. по правовым базам http;//www.westlaw.com и <http://lexisnexis.com>). Подробно об истории развития американского законодательства в сфере поглощений и его нынешнем состоянии, а также практике применения см.: Brown M. Takeovers: A Strategic Guide to Mergers and Acquisitions. 3 ed. New York: Aspen Publishers, 2010. [↑](#footnote-ref-52)
53. http://www.sec.gov/ [↑](#footnote-ref-53)
54. См.: Note, "The Developing Meaning of "Tender Offer" under the Securities Exchange Act of 1934". 86 Harvard Law Review 1250 (1973), at 1251, 1257, 1260 - 1261.

При этом использование термина "тендерное предложение" является несколько некорректным в данном контексте, так как лицо, сделавшее объявление, не делает оферту о покупке акций, а лишь приглашает акционеров сделать оферты о продаже своих акций. Характер этого приглашения определяется также способом публичного объявления предложения, которым является публикация материалов рекламного характера в средствах массовой информации (см.: Ibid., at 1251). [↑](#footnote-ref-54)
55. См.: Ibid., at 1263 - 1264, 1268 - 1270. [↑](#footnote-ref-55)
56. Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер.с англ.-5-е изд.-М.:Альпина Паблишерз,2011. с.668-669. [↑](#footnote-ref-56)
57. См.: Forstinger C.M. Takeover Law in the EU and the USA. The Hague, Kluwer Law International, 2002, at 86. В деле Wellman v. Dickinson Комиссия США определила восемь факторов, свидетельствующих о том, что сделка является тендерным предложением, которые суд счел обоснованными и применил (Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 73 (S.D.N.Y. 1979), aff’d on other grounds, 682 F.2d 355 (2d Cir. 1982), cert denied, 460 U.S. 1069 (1985)). [↑](#footnote-ref-57)
58. Одни суды применяли данный тест, но не требовали наличия всех восьми факторов для установления того, что конкретная сделка является тендерным предложением. Вместо этого они определяли существенность отдельных факторов в условиях конкретного дела (Hoover Co.V Faqual Indus., Inc., (1979-1980 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 97, 107 (N.D. Ohio June 11,1979)). Другие суды отказывались руководствоваться предложенным тестом. Например, в деле Brascan Ltd. V. Edper Equities Ltd. Суд отказался применять тест, поставив под сомнение то, что этот анализ является должным и вообще допустимым толкованием закона (Brascan Ltd. v. Edper Equities Ltd., 477 F. Supp. 773, 789 (S.D.N.Y 1979)). А в деле Hanson Trust PLC v. SCM Corp. Апелляционный суд Второго округа заявил, что закрепление теста как обязательного для применения является одновременно глупым и ненужным. В ходе обсуждения суд отметил, что в зависимости от каждого конкретного случая данные факторы могут как иметь место, так и отсутствовать, и предложил в подобных ситуациях просто исследовать цель законодателя и определять, гарантирует ли закон защиту конкретному кругу лиц, права которых затрагиваются (Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2d Cir.1985)). [↑](#footnote-ref-58)
59. См. например: Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний/Пер. с англ. 3-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 98-100. [↑](#footnote-ref-59)
60. Под публичной подразумевается компания, акции которой размещены на бирже или просто являющаяся достаточно крупной (законодательством США установлены требования к размеру капитала и количеству акционеров). [↑](#footnote-ref-60)
61. Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2d Cir. 1985). [↑](#footnote-ref-61)
62. Подробно по данному вопросу см. Гохан П.Указ. соч. С. 86-106; Kenyon-Slade S. Mergers and Takeovers in the US and UK: Law and Practice. New York: Oxford University Press,2004.P. 88-163. [↑](#footnote-ref-62)
63. См.: Regulation 14D under the Securities and Exchange Act of 1934. Rule 14d-10 (2). [↑](#footnote-ref-63)
64. См.: Regulation 14D under the Securities and Exchange Act of 1934. Rule 14d-10 (1). [↑](#footnote-ref-64)
65. См.: Regulation 14D under the Securities and Exchange Act of 1934. Rule 14e-1. [↑](#footnote-ref-65)
66. См.: Regulation 14D under the Securities and Exchange Act of 1934. Rule 14d-7. [↑](#footnote-ref-66)
67. См.: Secutities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78n(d)(7). [↑](#footnote-ref-67)
68. См.: Securities and Exchange Act of 1934. Rule 14(d). Пятипроцентный порог достаточно низкий и приобретение такого количества акций даст контроль только в условиях сильной распыленности капитала, однако из-за больших транзакционных издержек мало кто будет приобретать акции путем тендерного предложения, если цель просто инвестиционная, а не установление контроля. [↑](#footnote-ref-68)
69. См.: Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78m(d) (2004). [↑](#footnote-ref-69)
70. См.: Pepin M. Exclusivity of Appraisal - the Possibility of Extinguishing Shareholder Claims, 42 Case // W. Res. L. Rev. 955, 960. 1992. [↑](#footnote-ref-70)
71. См.: Ibidem. [↑](#footnote-ref-71)
72. См. С.Л. Будылин Разум и добрая совесть: обязанности директора в США, Великобритании, России// Вестник ВАС РФ. 2013. № 2. С. 10-19. [↑](#footnote-ref-72)
73. См.: Степанов Д.И. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров // Хозяйство и право. 2006. N 5. [↑](#footnote-ref-73)
74. Интересен тот факт, что в США поглощающие субъекты зачастую делают публичное предложение всем 100% акционеров при приобретении контроля (даже при возможности просто купить необходимое и достаточное количество акций у мажоритария) во избежание потенциальных исков от миноритариев (см.: Hirsch A., Herting G., Comments on Defensive Measures, the Regulation of Multinational Offerings and Mandatory Bids//European Takeovers^Law and Practice/ed. By K. Hopt, E.Wymeersch. London: Butterworths, 1992.P. 436; Hopt K. Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron//Journal of Corporate Law Studies.2003.Vol. 3.Part 2. P. 258-259). Поэтому сделки в отношении лишь части акций происходят достаточно редко (см.: Davies P., Hopt K. Control Transactions// The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach/ ed. By R. Kraakman, et el. 2 ed. New York: Oxford University Press, 2009. P. 254). Следовательно, достигается тот же результат, что и в юрисдикциях с обязательным предложением. [↑](#footnote-ref-74)
75. L Bebchuk, 'The Case for Increasing Shareholder Power' (2004-5) 118 Harvard Law Review 833, 844 [↑](#footnote-ref-75)
76. Smith v. Van Gorkom, Del. Supr., 488 A. 2d 858 (1985). [↑](#footnote-ref-76)
77. Искусство слияний и поглощений/Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ.-5-е изд. -М:Альпина Паблишерз, 2011.-957 с. (с. 688-690). [↑](#footnote-ref-77)
78. Со времени дела Ван Горкома доктрина презумпции добросовестности неоднократно уточнялась в ходе ряда знаковых судебных дел, таких как Revlon (1986) , Time (1990) , Paramount (1994) , Caremark (1997) . [↑](#footnote-ref-78)
79. См.: Martin D. Ginsberg and Jack S. Levin, Mergers, Acqusitions, and Buyouts: A Analysis of the Governing Tax, Legal and Accounting Considerations (New York: Aspen Law and Business) Section 1401, p. 14-1ff. [↑](#footnote-ref-79)
80. См.: Bebchuk L.A. The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. 69 University of Chicago Law Review 973 (2002), at 981. [↑](#footnote-ref-80)
81. Ventoruzzo M. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. 41 Texas International Law Journal 171 (2006), at 186. [↑](#footnote-ref-81)
82. См.: Clarke B. Articles 9 and 11 of the Takeover Directive (2004/25) and the Market for Corporate Control. Journal of Business Law. 2006, at 362 - 363 (с указанием на соответствующие работы). [↑](#footnote-ref-82)
83. High Level Group of Company Law Experts, "Report on Issues Related to Takeover Bids", Brussels, 10 Jan., 2002, at 21. [↑](#footnote-ref-83)
84. См.: Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985). Подробный анализ решения суда по данному делу см.: Regan P.L. What's Left of Unocal? 26 Delaware Journal of Corporate Law 947 (2001). [↑](#footnote-ref-84)
85. См.: Revlon, Inc. v. MacAndrews&Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1985). [↑](#footnote-ref-85)
86. См.: Paramount Communications, Inc. v. Times, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989); Unitrin, Inc. v. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Del. 1995). [↑](#footnote-ref-86)
87. См.: Gerdes v. Reynolds, 622 N.Y. Sup. 526 (Sup. Ct. 1941). [↑](#footnote-ref-87)
88. См.: Berle A.A. Jr. "Control" in Corporate Law". 58 Columbia Law Review 1212 (1958), at 1218 - 1219. [↑](#footnote-ref-88)
89. См.: Perlman v. Feldmann, 129 F. Supp. 162 (D. Conn. 1952). [↑](#footnote-ref-89)
90. См.: Perlman v. Feldmann, 219 F.2d 173 (2d Cir), cert. denied, 349 U.S. 952 (1955). [↑](#footnote-ref-90)
91. См.: Perlman v. Feldmann, 154 F. Supp. 436 (D. Conn. 1957). [↑](#footnote-ref-91)
92. См.: Davies P., Hopt K. Control Transactions // The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach / Ed. by R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock. New York, Oxford University Press, 2004, at 181. [↑](#footnote-ref-92)
93. В России отзыв акцепта не допускается, поскольку в соответствии с п. 1 ст. 433 ГК РФ договор признается заключенным в момент получения лицом, направившим оферту, ее акцепта (см.: СЗ РФ. 1994. N 32. Ст. 3301; 2001. N 21. Ст. 2063). Единственным исключением до введения в стране специальных правил осуществления публичных поглощений являлся случай, когда извещение об отзыве акцепта поступило оференту ранее акцепта или одновременно с ним. В таком случае акцепт считается неполученным (см.: ст. 439 ГК РФ // СЗ РФ. 1994. N 32. Ст. 3301; 2001. N 21. Ст. 2063). В настоящее время существует еще один случай отзыва акцепта, однако только в контексте публичных поглощений лицо вправе отозвать заявление о продаже ценных бумаг (акцепт) до истечения срока принятия добровольного или обязательного предложения в случае появления конкурирующей оферты, которая акцептуется этим лицом (см.: абз. 3 п. 4 ст. 84.3 Закона об АО). [↑](#footnote-ref-93)
94. См.: Davies P., Hopt K. Control Transactions // The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach / ed. by R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock. New York, Oxford University Press, 2004, at 181 - 182. [↑](#footnote-ref-94)
95. См.: Ibid, at 182. [↑](#footnote-ref-95)
96. Для снижения своих расходов в случае неудачи покупатель может приобрести небольшой пакет акций по низкой цене до направления предложения о публичном поглощении. Впоследствии этот пакет может быть продан второму покупателю по более высокой цене. Возможности использования данной стратегии ограничиваются действием правил раскрытия информации. [↑](#footnote-ref-96)
97. Показательным для иллюстрации такой практики является борьба между российским "Норильским никелем" и швейцарской Xstrata за приобретение канадской компании LionOre. 7 мая 2007 г. "Норильский никель" объявил оферту о приобретении 100% акций LionOre за 4,77 млрд. долл. Оферта состоялась, если бы ее акцептовали не менее 2/3 акционеров LionOre. До этого оферту о поглощении LionOre сделала Xstrata, оценив канадскую компанию в 4 млрд. долл. Первоначально совет директоров LionOre поддержал оферту Xstrata, но поскольку цена, предложенная "Норильским никелем", оказалась выше, совет директоров решил, что оферта последней выгоднее. Однако 14 мая Xstrata повысила предложение о покупке акций LionOre, оценив компанию в 5,6 млрд. долл. После этого совет директоров LionOre отозвал свою рекомендацию во второй раз и поддержал оферту Xstrata. При этом совет директоров взял на себя обязательство, согласно которому в случае еще одного отзыва рекомендации LionOre должна была выплатить Xstrata штраф в размере 281 млн. долл., что составляло 4,9% от цены оферты. Несмотря на это совет директоров "Норильского никеля" решил продолжить борьбу, и 23 мая цена оферты была поднята до 6,3 млрд. долл., а совет директоров LionOre, в свою очередь, признал оферту "Норильского никеля" лучшей. После этого Xstrata отказалась от дальнейшего повышения цены (см.: Федоринова Ю. Норильско-канадский никель // Ведомости. 04.05.2007; Она же. LionOre торгуется // Ведомости. 10.05.2007; Малкова И., Дербилова Е. Xstrata перебила "Норникель" // Ведомости. 16.05.2007; Малкова И., Мазнева Е., Симаков Д. "Норникель" продолжит борьбу за LionOre // Ведомости. 23.05.2007; Федоринова Ю. Победа почти в кармане // Ведомости. 04.06.2007; Сурженко В. LionOre поддержала "Норникель" // Ведомости. 18.06.2007; Федоринова Ю. Почти победа // Ведомости. 27.06.2007). [↑](#footnote-ref-97)
98. См.: John Armour and David A. Skeel. Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?- The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation, Georgetown Law Journal,Vol. 95,p. 1727, 2007. [↑](#footnote-ref-98)
99. См.: Davies P., Hopt K. Control Transactions // The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach / ed. by R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock. New York: Oxford University Press, 2004, at 160. [↑](#footnote-ref-99)
100. Как правило, особенно если имеет место враждебное поглощение, происходит переизбрание совета директоров корпорации-цели, в результате которого увольняются прежние члены совета директоров и назначаются новые лица, более лояльные к новому контролирующему акционеру. Прежде всего речь идет об исполнительных менеджерах (executive officers), которые входят в состав совета директоров. Предполагается, что независимые члены совета директоров при голосовании по вопросу о принятии защитных мер против публичного поглощения сохраняют свою независимость. [↑](#footnote-ref-100)
101. См.: Davies P., Hopt K. Control Transactions // The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach / ed. by R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock. New York, Oxford University Press, 2004, at 166. [↑](#footnote-ref-101)
102. См.: Ibid, at 164. [↑](#footnote-ref-102)
103. См.: Rule 21.1, City Code on Takeovers and Mergers, at I14; Article 9, Directive on take over bids, European Parliament and Council Directive 2004/25/EC of 21 April 2004 on takeover bids // OJ L 142, 30/04/2004, at 19; ст. 84.6 Закона об АО. [↑](#footnote-ref-103)
104. См.: Bebchuk L.A. The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. 69 University of Chicago Law Review 973 (2002), at 981. [↑](#footnote-ref-104)
105. Ventoruzzo M. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. 41 Texas International Law Journal 171 (2006), at 186. [↑](#footnote-ref-105)
106. Ventoruzzo M. Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends. 41 Texas International Law Journal 171 (2006), at 186. [↑](#footnote-ref-106)
107. См.: Davies P., Hopt K. Control Transactions // The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach / ed. by R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock. New York, Oxford University Press, 2004, at 173. Об агентской модели и органической теории корпораций см. также: Дубовицкая Е.А. Европейское корпоративное право. 2-е изд., перераб. и доп. С. 109 - 112, 192 - 194. Но см. точку зрения Верховного суда штата Делавэр в деле "Blasius Industries v. Atlas Corp".: "право голоса акционера является идеологической основой, на которую опирается легальность полномочий директоров" (Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651, 659 (Del. 1988)). [↑](#footnote-ref-107)
108. Lucian A.Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, 109 Q.J. Econ.957,968,973,987 (1994); Marcel Kahan, Sales of Control, 9 J.L. Econ.& Org.368,372,378 (1993). [↑](#footnote-ref-108)
109. Корпоративное право: учебный курс: учебник/отв.ред.И.С.Шиткина.-М.:КНОРУС, 2011, с.874. [↑](#footnote-ref-109)
110. Степанов Д. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров// Хозяйство и право, 2006, № 3, с. 9; [↑](#footnote-ref-110)
111. А.Глушецкий. Ответственность за неиспользование обязанности направить публичную оферту о приобретении ценных бумаг акционерного общества.//Хозяйство и право 2009 № 6 с.73. [↑](#footnote-ref-111)
112. Adolf A. Berle, Jr., Control in Corporate Law, 58 Colum. L. Rev. 1212, 1216 (1958); Bernard Black and Reiner Kraakman, Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value, 96 Nw. U. L. Rev. 521, 535 (2002). [↑](#footnote-ref-112)
113. Степанов Д. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров// Хозяйство и право, 2006, № 3, с. 9; [↑](#footnote-ref-113)
114. Henry G. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 J. Pol. Econ. 110 (1965) [↑](#footnote-ref-114)
115. Ср.: ст. 1 Протокола 1 к Европейской Конвенции о защите прав человека и основных свобод, а также практику Европейского Суда по правам человека, посвященную различным аспектам защиты права собственности: see inter alia, the Holy Monasteries v. Greece, judgment of 9 December 1994, Series A no. 301, p. 31, §56; AGOSI v. The United Kingdom, judgment of 8 July 1986, Series A no. 108, p. 17, §48; Lithgow and Others v. United Kingdom, judgment of 8 July 1986, Series A, no. 102, p.46, §106. [↑](#footnote-ref-115)
116. Степанов Д. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров// Хозяйство и право, 2006, № 3, с. 10; [↑](#footnote-ref-116)
117. Степанов Д. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров// Хозяйство и право, 2006, № 3, с. 11; [↑](#footnote-ref-117)
118. RONALD J. GILSON AND BERNARD S.BLACK, The Law and Finance of Corporate Acquisitions 1227-34 (2 ed., N.Y.: Foundation Press, 1995); Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, Controlling Controlling Shareholders, 152 U. PA. L. Rev. 785, 793-6 (2003); William J. Carney and Mark Heimendinger, Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts’Struggle with Control Premiums, 1952 U.Pa.L.Rev. 845,857-66 (2003). [↑](#footnote-ref-118)
119. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении/А.Е. Попов-М.: Инфотропик Медиа, 2012.-224 с., с.162. [↑](#footnote-ref-119)
120. Как правило с единственной целью- самостоятельно извлекать доходы от полученной контрольной премии [↑](#footnote-ref-120)
121. См.обзор правовых режимов принудительного выкупа акций при превышении определенного порога в странах ЕС до принятия Директивы о поглощениях в Отчете Винтера, а также обзорах национальных правопорядков-see, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids 56-7 (January 10, 2002); European Takeovers: The Art of Acquisition (Jeremy Grant ed., London: Euromoney Books,2005). [↑](#footnote-ref-121)
122. Корпоративным правопорядкам всех без исключения штатов США вытеснение в том виде, как оно известно европейским странам, незнакомо, вместо этого для целей вытеснения используется реорганизация в форме присоединения (merge freezeout) либо предложение о поглощении с последующим вытеснением (tender offer freezout). В первом случае потенциальный поглотитель предлагает органам управления поглощаемого общества одобрить решение о реорганизации путем присоединения к организации, контролируемой поглотителем, которой, в свою очередь принадлежит крупный пакет акций корпорации, где планируется осуществить вытеснение; при этом указанная реорганизация предполагает представление акционерам присоединяемого общества денежной компенсации или акций другой компании, например той, к которой осуществляется присоединение. Во втором случае потенциальный поглотитель объявляет о поглощении, однако изначально указывает, что его конечная цель-получение полного контроля и вытеснение оставшихся акционеров; далее начинается поглощение по стандартной процедуре, но как только поглотитель приобретает 90 процентов акций, он осуществляет по своему усмотрению реорганизацию в форме присоединения по упрощенной форме (shot form merger) на аналогичных указанным ранее условиях- акционеры присоединяемого общества получают или деньги, или акции другой организации. Наконец, вытеснение миноритариев возможно и через конвертацию акций при высокой конвертационной квоте, например, когда каждые 100 акций обмениваются на одну акцию (reverse stock split), или через приобретение наиболее ценных активов, когда акционеры остаются один на один с корпоративной пустышкой, однако подобные практики чрезвычайно редко встречаются в современных американских условиях-see, Guhan Subramanian, Fixing Freezeout, 115 Yale L.J. 2,7,17 n. 75(2005); Victor Brudney and Marvin A. Chirelsten, A Restatement of Corporate Freezeout, 87 Yale L. J. 1354 (1978); Guhan Subramanian, Post-Siliconix Freeze-Outs Theory & Evidence 15-16, Harvard Law School John M. Olin Discussion Paper Series, Working Paper №.472 (2005), available at <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Subramanian_472_revised.pdf>. (10.05.2006). [↑](#footnote-ref-122)
123. Шапкина Г. К вопросу о защите прав акционеров // Хозяйство и право, 2004, № 12, с. 3-8; Осипенко О.В. О перспективах вытеснения миноритарных акционеров их российских компаний//Слияния и поглощения,2004, № 9, с.32-37. [↑](#footnote-ref-123)
124. See, Report of the High Level Group Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids 60-62 (January 10,2002). [↑](#footnote-ref-124)
125. Архипов Д.А. Принудительный выкуп голосующих акций- инструмент непропорционального ограничения прав миноритарных акционеров. Так ли это на самом деле?// Вестник ВАС РФ, 2005, № 12, с. 111-130; Белов В.А. Вытеснение миноритарных акционеров: произвол «мажоров» или новый институт российского акционерного права?//Законодательство, 2005, № 2, с.36-43; №3, с.15-22. [↑](#footnote-ref-125)
126. Гомцян С.В. Правила поглощения акционерных обществ: сравнительно-правовой анализ. М.: Волтерс Клувер, 2010. [↑](#footnote-ref-126)
127. См.: п. п. 1 и 2 ст. 80 Закона об АО // СЗ РФ. 1996. N 1. Ст. 1; 2001. N 33. Ст. 3423. [↑](#footnote-ref-127)
128. Молотников А.Е. Особенности приобретения крупных пакетов акций//"Юрист", 2011, N 2 [↑](#footnote-ref-128)
129. "Собрание законодательства РФ", 09.01.2006, N 2, ст. 172. [↑](#footnote-ref-129)
130. Степанов Д. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров// Хозяйство и право, 2006, № 3, с. 12., см. также: Добровольский В.И. Проблемы корпоративного права в арбитражной практике. М., 2006. С 358-362; Осипенко О.В. Новые правила поглощения: институциональный прорыв или устав донкихотствующих инвесторов?// Слияния и поглощения, 2006, №3, с.35. [↑](#footnote-ref-130)
131. Cf., Article 3(1) (c), 9 of Directive on takeover bids; Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues Related to Takeover Bids 27-8 (January 10, 2002). [↑](#footnote-ref-131)
132. Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, Value Maximization and Acquisition Process, 2 J. Econ.Persp. 7 (1988). [↑](#footnote-ref-132)
133. Cf., Frank H. Easterbrook and Daniel R Fischer, The Economic Structure of Corporate Law 162-3 (Cambridge: Harvard University Press, 1991). [↑](#footnote-ref-133)
134. Интересное решение подобных конфликтов предлагает британский Кодекс Сити о поглощениях: когда совет директоров поглощаемого общества не может выразить свое мнение на основании имеющихся данных или не может дать определенную рекомендацию, либо в случае расхождения мнений членов совета директоров внутри этого органа внимание акционеров должно быть специальным образом обращено на данное обстоятельство, при этом необходимо дать специальные обоснования , включая аргументы, направленные на принятие или отказ от предложения, а также указать наиболее значимые факторы, влияющие на принятие или отказ,- see, Note 3 on Rule 3.1 of The City Code on Takeovers and Mergers and The Rules Governing Substantial Acquisitions of shares, available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk> (25.01.2006). [↑](#footnote-ref-134)
135. Oby T. Brewer, III, Corporate Directors’ Liability for Resisting a Tender Offer: Proposed Substantive and Procedural Modification of Existing State Fiduciary Standards, 32 Vand.L.Rev.575,585 (1979). [↑](#footnote-ref-135)
136. Прежняя редакция Закона об акционерных обществах предусматривала, что предложение о выкупе акций направляется напрямую акционерам (уведомление о намерении приобрести акции направлялось самому обществу). [↑](#footnote-ref-136)
137. Степанов Д. Поглощение, осуществляемое путем приобретения крупного пакета акций, и вытеснение миноритарных акционеров// Хозяйство и право, 2006, № 6, с. 4. [↑](#footnote-ref-137)
138. Однако в американском праве, где, собственно, и были изобретены «отравленные пилюли», формально- юридически они рассматриваются как дивиденды, выплачиваемые в форме акций, поскольку для принятия решения по такому вопросу, в отличие от увеличения капитала поглощаемого общества, достаточно лишь решения совета директоров- see, Guhan Subramanian, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, 113 Yale L.J. 621, 625 (2003). [↑](#footnote-ref-138)
139. Kirchner & Painter, supra note 8, at 452; Dennis J. Block, Jonathan M. Hoff, and H.Ester Cochran, Defensive Measures in Anticipation of and in Response to Unsolicited Takeover Proposals, 51 U. Miami L. Rev. 623,654 (1997). [↑](#footnote-ref-139)
140. Gilson&Black, supra note 17, at 735. [↑](#footnote-ref-140)
141. Kirchner&Painter, supra note 8, at 452. [↑](#footnote-ref-141)
142. Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation 517 (4-th ed., St.Paul, Minn.:West Group, 2002); Jesse M. Fried, Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers, 67 U.Chi.L.Rev. 421, 434-7 (2000). [↑](#footnote-ref-142)
143. Если принятие соответствующего решения переносится на общее собрание акционеров, где решающее значение будет иметь голос контролирующего акционера, подобный акционер может в свете потенциальной угрозы перераспределения корпоративного контроля намеренно инициировать принятие собранием акционеров решения о приобретении обществом своих акций. При этом если такой акционер обеспечит принятие решения о приобретении акций по рыночной цене (абз.2 п.4 ст.72, ст.77 ФЗ об АО), превышающей цену, предложенную поглотителем, вполне очевидно, что акционеры, намеривающиеся продать акции, охотнее продадут их обществу по более высокой цене, чем поглотителю. Тем самым контролирующий акционер не просто защититься от перераспределения корпоративного контроля, но и использует угрозу поглощения не против себя, а напротив, себе во благо. [↑](#footnote-ref-143)
144. Note, Golden Parachute: Executive Employment Contracts, 40 Wash.& Lee L. Rev. 1117 (1983); Note, Platinum Parachutes: Who’s Protecting The Shareholders,14 Hofstra L. Rev. 653 (1986). [↑](#footnote-ref-144)
145. Gaughan, supra note 51, at 204-7; Hazen, supra note 69, at 479 («Белые рыцари» могут быть привлечены поглощаемым обществом для того, чтобы отразить нежелательного поглотителя; «серые рыцари» - это конкурирующие поглотители, которых поглощаемая компания не искала, однако они рассматриваются как более предпочтительные, нежели первоначальный поглотитель, наконец «черные рыцари» представляют собой наименее привлекательных конкурирующих поглотителей»). [↑](#footnote-ref-145)
146. Gilson& Black, supra note 17, at 734. [↑](#footnote-ref-146)
147. "Собрание законодательства РФ", 09.01.2006, N 2, ст. 172, [↑](#footnote-ref-147)
148. Добровольский В.И. Проблемы корпоративного права в арбитражной практике. С. 358 - 362; [↑](#footnote-ref-148)
149. Степанов Д. О недостатках российского закона о поглощениях // Корпоративный юрист. 2006. N 6. С. 6 - 12. [↑](#footnote-ref-149)
150. Текст документа доступен на сайте http://www.arbitr.ru/\_upimg/DB8BC5ED63588571B153E6FF048B620D\_post\_plen1.pdf [↑](#footnote-ref-150)
151. Впервые о правовой природе обязательного предложения написал Д.В.Ломакин, который квалифицировал выкуп акций на основании обязательного предложения как специальный корпоративный способ защиты прав акционеров (см. Ломакин Д.В. Корпоративные отношения: общая теория и практика ее применения в хозяйственных обществах. С.300-303). [↑](#footnote-ref-151)
152. См.Попов А.Е. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении. С.35-36. [↑](#footnote-ref-152)
153. См. Постановление ФАС Поволжского округа от 26.06.2012 г. по делу № А12-12288/2011, оставленного в силе Определение ВАС РФ от 17.09.2012 № ВАС-11896/12 об отказе в передаче дела в президиум ВАС РФ; Постановление ФАС Поволжского округа от 03.07.2012 г. по делу № Ф12-12960/2011, оставленного в силе Определением ВАС РФ от 18 июня 2012 г. № ВАС-7481/12 об отказе в передаче дела в президиум ВАС РФ. [↑](#footnote-ref-153)
154. Таким органом является Федеральная служба по финансовым рынкам, в соответствии с Положением о Федеральной службе по финансовым рынкам, утвержденным Постановление Правительства РФ от 29.08.2011 N 717 (ред. от 05.05.2012) О некоторых вопросах государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации" (вместе с "Положением о Федеральной службе по финансовым рынкам"). [↑](#footnote-ref-154)
155. См. Постановление ФАС Московского округа от 04.06.2012 по делу № А41-30939/11, оставленного без изменения Определением ВАС РФ от 27.09.2012 № ВАС -12154/12 об отказе в передаче дела в президиум ВАС РФ. [↑](#footnote-ref-155)
156. "Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти", N 34, 21.08.2006. [↑](#footnote-ref-156)
157. См., например Постановление ФАС Западно- Сибирского округа от 26.06.2008 № Ф04-3311/2008(5712-А45-11) по делу А45-9550/07-32/245, оставленного в силе в соответствии с Определением ВАС РФ от 04.08.2008 № 9888/08 об отказе в передаче дела в президиум ВАС РФ. [↑](#footnote-ref-157)
158. Груздев В. Торги: понятие, правовая природа, признание недействительными // Хозяйство и право. 2004. N 7. С. 26. [↑](#footnote-ref-158)
159. См. напр. статью: О последствиях совершения сделки неуполномоченным лицом (Эрделевский А.М.) (Подготовлен для системы Консультант Плюс, 2011). [↑](#footnote-ref-159)
160. См. Постановление ФАС Западно- Сибирского округа от 26.06.2008 № Ф04-3311/2008(5712-А45-11) по делу А45-9550/07-32/245, оставленного в силе в соответствии с Определением ВАС РФ от 04.08.2008 № 9888/08 об отказе в передаче дела в президиум ВАС РФ. [↑](#footnote-ref-160)
161. В частности, такая позиция отражена в Постановлении Девятого арбитражного апелляционного суда от 12.11.2009 N 09АП-19762/2009 по делу N А40-88182/08-100-775) [↑](#footnote-ref-161)
162. Так Решением Арбитражного суда г. Москвы от 15.07.2008 по делу N А40-12565/08-34-49 было удовлетворен иск о признании недействительной сделки и применении последствий недействительности сделки удовлетворен, поскольку недействительность (ничтожность) оферты ведет к недействительному (ничтожному) отчуждению акций. [↑](#footnote-ref-162)
163. См. Постановление Президиума ВАС РФ от 07.09.2010 № 1652/10 по делу № Ф50П-1547/2008, Постановление ФАС Уральского округа от 10.10.2012 г. № Ф09-8469/11, оставленное в силе в соответствии с Определением ВАС РФ от 10.05.2012 № ВАС-5883/12 об отказе в передаче дела в президиум ВАС РФ [↑](#footnote-ref-163)
164. Прежняя редакция п.2.7., на основании которого было принято указанное судебное постановление звучала следующим образом: « В случае направления предписания федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг о приведении добровольного или обязательного предложения, касающегося приобретения эмиссионных ценных бумаг, не обращающихся на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в соответствие с требованиями Федерального закона "Об акционерных обществах" лицо, направившее указанное добровольное или обязательное предложение в общество, обязано его отозвать, в том числе, путем направления в общество нового добровольного или обязательного предложения, или обжаловать предписание в арбитражном суде…» [↑](#footnote-ref-164)
165. Обязательное предложение: защита прав и интересов акционеров при поглощении/А.Е.Попов-М.:Инфотропик Медиа, 2012.-224 с., с.83. [↑](#footnote-ref-165)
166. Не считая обязанности совета директоров направить свои рекомендации относительно поступившего предложения акционерам компании-цели. И то, указанный процесс остался не до конца урегулированным. Как было отмечено в настоящей работе, законодатель не предусмотрел ответственность совета директоров за не принятие таких рекомендаций либо ответственность исполнительного органа за не направление рекомендаций от имени общества. [↑](#footnote-ref-166)
167. Чеховская С.А. Современные проблемы применения концепции фидуциарных обязанностей в американском корпоративном праве // Предпринимательское право: вызовы времени. Научные труды кафедры предпринимательского права. Вып. 1 / Под общ. ред. д-ра юрид. наук, проф. О.М. Олейник, д-ра юрид. наук Ю.Б. Фогельсона. М.: ГУ - ВШЭ, 2009, с. 132. [↑](#footnote-ref-167)
168. Там же. [↑](#footnote-ref-168)
169. "Собрание законодательства РФ", 31.12.2012, N 53 (ч. 1), ст. 7627, [↑](#footnote-ref-169)
170. Кстати, уже закрепленный в корпоративном законодательстве. [↑](#footnote-ref-170)
171. Чеховская С.А. «Мягкое» корпоративное право: постановка проблемы// Предпринимательское право, 2012, №4. [↑](#footnote-ref-171)
172. Постановление Президиума ВАС РФ от 06.03.2012 № 12505/11 по делу №А56-1486/2010 [↑](#footnote-ref-172)
173. См. распоряжение ФКЦР России от 04.04.2002 № 421/р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения». [↑](#footnote-ref-173)
174. См. Чеховская С.А. «Мягкое» корпоративное право: постановка проблемы// Предпринимательское право, 2012, №4. [↑](#footnote-ref-174)
175. Постановление Президиума ВАС РФ от 06.03.2012 № 12505/11 по делу №А56-1486/2010 [↑](#footnote-ref-175)
176. Там же. [↑](#footnote-ref-176)