



Кушнарев Александр Сергеевич

Уральский государственный юридический университет имени В.Ф. Яковлева

Институт прокуратуры

Россия, Екатеринбург

[KUSHNAREV-02@LIST.RU](mailto:KUSHNAREV-02@LIST.RU)

Kushnarev Alexander

Ural State Law University named after V.F. Yakovlev

Institute of Procuracy

Russia, Ekaterinburg

## **ПРИОБРЕТЕНИЕ КРУПНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ КАК СПОСОБ УСТАНОВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ**

**Аннотация:** в настоящей работе рассматривается правовое регулирование приобретения крупных пакетов акций. Приводится зарубежный опыт правового регулирования, его характеристика и основные положения. Рассматриваются основные модели правового регулирования.

**Ключевые слова:** акционерные общества, корпоративный контроль, кодекс Сити, конфликт интересов, приобретение крупных пакетов акций.

## **ACQUISITION OF LARGE BLOCKS OF SHARES AS A WAY TO ESTABLISH CORPORATE CONTROL**

**Annotation:** this paper examines the legal regulation of acquisition of large blocks of shares. Foreign experience of legal regulation, its characterization and main provisions are given. The main models of legal regulation are considered.

**Key words:** joint stock companies, corporate control, the City Code, conflict of interest, acquisition of large blocks of shares.



Особый правовой режим приобретения крупных пакетов акций установлен во избежание негативных последствий смены корпоративного контроля, поскольку отличительной особенностью такого способа установления корпоративного контроля как публичное поглощение являются определенные конфликты интересов, как например, между приобретателем акций и менеджментом компании или между приобретателем акций и миноритарными акционерами поглощаемой компании.

Конфликт интересов между потенциальным поглотителем и менеджментом характерен главным образом для компаний с распыленной структурой капитала, хотя может иметь место и в компаниях с концентрированной структурой капитала, где произошло разделение собственности и контроля. Наличие такого конфликта обусловлено тем, что в случае успешности публичного поглощения высока вероятность того, что новый контролирующий акционер заменит менеджмент компании-цели на иных лиц, которым он доверяет. И, как справедливо указано в литературе [1, с. 531], осознание этого факта может стать причиной действий менеджмента компании в ущерб интересам акционеров, а именно привести к воспрепятствованию изменению контроля над ней или к стремлению получить определенные бонусы для себя без учета интересов акционеров. Указанная проблема создает потребность включения в законодательство норм, ограничивающих возможность менеджмента компании «окапываться» и принимать меры корпоративной обороны в ситуации публичного поглощения.

Конфликт интересов, возникающий между новым контролирующим акционером и другими акционерами поглощаемой компании-цели, связан с тем, что появление новой ключевой фигуры в компании способно привести к существенным последствиям, вплоть до изменения направления деятельности компании или даже прекращения ее деятельности. В такой ситуации неопределенности относительно будущего компании и риска



оппортунистического поведения нового контролирующего акционера дальнейшее участие миноритариев в капитале компании может стать для них нежелательным, однако и «выход» из нее может стать невозможным в принципе (никто не захочет покупать их акции) либо будет сопряжен с потерей части инвестиций. В то же время с точки зрения поглотителя может возникнуть проблема фрирайдерства миноритарных акционеров, которые могут специально воздерживаться от продажи принадлежащих им акций в процессе публичного поглощения, ожидая, что стоимость компании и, соответственно, их акций возрастет в результате эффективного управления со стороны нового контролирующего акционера. В таком случае миноритарии не понесут каких-либо расходов, а их доход на акцию возрастет, в отличие от поглотителя, который не будет иметь полного единоличного контроля и будет вынужден нести дополнительные затраты на корпоративные процедуры. Указанные проблемы решаются путем предоставления миноритарным акционерам законодательных механизмов «выхода» из компании и продажи своих акции по справедливой цене, а контролирующему акционеру – права принудительно выкупить акции других оставшихся в компании акционеров.

На сегодняшний день в мировой практике сложились две основные модели правовых режимов приобретения крупных пакетов акций: американская и европейская (британская).

I. Американская модель. Впервые особый режим поглощений появился в США в 1968 году, когда вступил в силу Закон Уильямса (Williams Act), вносящий изменения в Закон о торговле ценными бумагами. Появление данного закона было обусловлено тем, что в начале 1960-х годов одним из основных инструментов установления контроля над публичными корпорациями стали тендерные предложения, фактически представляющие собой публичную оферту владельцам ценных бумаг о приобретении у них акций такой корпорации. При этом действовавшее в то время федеральное законодательство не содержало



положений, регулирующих тендерные предложения, чем пользовались лица, стремившиеся к установлению контроля над компаниями и направлявшие такие предложения, не раскрывая акционерам какой-либо информации о своих планах. Соответственно, основная цель закона состояла в обеспечении предоставления владельцам ценных бумаг необходимой информации, касающейся тендерного предложения, для создания условий принятия ими обдуманного и обоснованного решения о продаже или об отказе от продажи своих ценных бумаг; с этой же целью закон устанавливал минимальный срок действия тендерного предложения. В последующем отдельные штаты также стали принимать законы, регулирующие процесс публичных поглощений.

II. Британская модель. В Великобритании изначально структура акционерного капитала компаний была концентрированной, поэтому предпосылкой принятия специального правового режима публичного поглощения стало то, что при приобретении крупных пакетов акций сталкиваются разные конфликтующие интересы, требующие урегулирования и защиты. 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 [2]. В результате работы Комиссии 27 марта 1968 г. был опубликован Кодекс Сити [3], ставший основой для дальнейшего развития законодательства европейских стран о публичных поглощениях. Введение в действие Кодекса Сити в большой степени было связано с пониманием того, что в рамках процесса приобретения крупных пакетов акций сталкиваются разные конфликтующие интересы и они требуют урегулирования и защиты. Речь, прежде всего, шла о правах и законных интересах миноритарных акционеров. Одновременно в Великобритании стала функционировать независимая комиссия по поглощениям и слияниям. Кодекс Сити включал в себя принципы, в соответствии с которыми в Великобритании должны были осуществляться



публичные поглощения (среди прочего было в кодексе был предусмотрен механизм обязательного предложения и правило, предписывающее совету директоров компании воздерживаться от принятия решений, которые могут затруднить установление контроля над ней).

В дальнейшем основные положения Кодекса Сити были заимствованы многими европейскими странами в ходе разработки национальных законов, регулирующих публичные поглощения. Более того, в целях унификации и гармонизации норм о публичных поглощениях на общеевропейском уровне на основании положений Кодекса Сити в 2004 году после длительных обсуждений (первый проект был подготовлен еще в 1987 году) была принята Директива № 2004/25/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского Союза «О предложениях по поглощению» [4]. Директива является рамочным документом, содержащим минимальные гарантии защиты прав и законных интересов лиц, которых затрагивает процедура публичного поглощения, и предоставляет право установить дополнительные способы их защиты на национальном уровне. В Директиве предусмотрены положения об обязательном предложении, о справедливой цене в случае направления такого предложения, о вытеснении миноритарных акционеров (squeeze-out) и о праве миноритарных акционеров требовать выкупа акций по справедливой цене (sell-out). В тексте Директивы установлены два важнейших правила: правило недопущения принятия защитных мер компанией-целью без одобрения акционеров (правило невмешательства) и правило пробития - были сделаны факультативными и была введена система опций [5, с. 203]. При этом в отличие от принятия Кодекса Сити, целью Директивы являлась не только цель защиты прав и законных интересов миноритарных акционеров, но и цель стимулирования поглощений для укрупнения европейских компаний и повышения их конкурентоспособности на глобальном уровне.



Касаемо российского опыта правового регулирования публичных поглощений, необходимо отметить, что в основу российского законодательства была положена британская модель правового режима публичных поглощений. Отечественный законодатель уже в первоначальной редакции Федерального закона «Об акционерных обществах» (далее – закон об АО) предусмотрел механизм обязательного предложения, однако едва ли можно было говорить о его эффективности. Лишь в 2006 году с введением в действие главы XI.1 Закона об акционерных обществах была выстроена определенная концепция регулирования поглощения, которая установила специальные механизмы приобретения крупных пакетов акций.

#### Список литературы:

1. Корпоративное право: Учебный курс. В 2 т.//отв. ред. И.С. Шиткиной. - М.: Статут. Т. 2. 2018. С.531.
2. Pennington R.R. Takeover Bids in the United Kingdom. 17 American Journal of Comparative Law 159 (1969), at 172.
3. The City Code on Takeovers and Mergers. Электронный ресурс. URL: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/the-code> (дата обращения: 01.04.2023).
4. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids.
5. Дубовицкая Е.А. Европейское корпоративное право: свобода перемещения компаний в Европейском сообществе. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2008. С. 203 - 204.