

**СМЫСЛОВ** Александр Григорьевич,  
к.э.н., компания «Корпоративные  
юристы «Смысловы»



**СМЫСЛОВ** Павел Александрович,  
к.ист.н., компания «Корпоративные  
юристы Смысловы»

## ЗАКРЫТАЯ ПОДПИСКА КАК СРЕДСТВО ЗАЩИТЫ ОТ РЕЙДЕРОВ

*Авторы статьи на примерах из собственной практики анализируют различные варианты осуществления закрытой подписки и рассматривают их преимущества в качестве средства защиты при корпоративных конфликтах.*

Эмиссия дополнительных акций посредством закрытой подписки часто используется акционерными обществами как эффективное средство решения корпоративных конфликтов.

Проведение такой эмиссии обществом демонстрирует его решимость предпринять радикальные меры для защиты своих интересов против проявляемой агрессии как со стороны внешних (рейдеры, гринмэйлеры), так и внутренних (нелояльные акционеры) сил, которые к тому же часто кооперируются в своих агрессивных действиях. Активное противодействие недружественным устремлениям путем применения такого средства, как эмиссия дополнительных акций, имеет важное психологическое значение в корпоративной борьбе и может ока-

зывать подавляющее и деморализующее влияние на атакующую сторону.

Известной тактикой агрессоров является создание своеобразного плацдарма в стане обороняющейся стороны (акционерного общества) путем приобретения более или менее крупного пакета голосующих акций у не лояльных обществу акционеров. Добившись этого, агрессоры пытаются воспользоваться предоставляемыми голосующими акциями правами для окончательного захвата общества. Эмиссия дополнительных акций направлена на сокращение такого плацдарма и отвлекает значительные силы рейдера на борьбу с самим процессом эмиссии.

И, наконец, эмиссия дополнительных акций напрямую бьет по бюджету агрессоров, перед

которыми встает дилемма: либо принять участие в приобретении размещаемых акций с целью не допустить сокращения своего плацдарма, но при этом отвлечь незапланированные для захвата средства, либо смириться с потерей уже завоеванных позиций. Как показывает наша практика, последнее обстоятельство часто вынуждает рейдеров не только приостановить атаку, но и отступить или вообще прекратить агрессивные действия. Перед обороняющейся стороной такой дилеммы не возникает, так как акционеры (защищающаяся сторона), приобретая размещаемые акции, инвестируют в собственное общество, увеличивая его финансовую устойчивость. Эффект особенно усиливается, если они декларируют свои намерения проводить эмиссии одну за одной до полной победы.

Между тем эмиссия дополнительных акций — хотя и эффективное средство противодействия агрессии, но все же не универсальное. Да и сама эффективность этого средства зависит от различных обстоятельств — внутренних и внешних факторов (проблем), сочетание которых определяет в целом «обороноспособность» общества, то есть его потенциальную уязвимость и возможность к активному сопротивлению. К наиболее значимым факторам (проблемам) относятся следующие.

### **1. Отраслевая принадлежность**

Принадлежность общества к той отрасли, где до конца не завершился процесс передела рынка, делает его притягательным для агрессии и, следовательно, более уязвимым. Так, например, акционерные общества хлебопекарной промышленности, несмотря на низкую рентабельность и даже убыточность, в последние десять лет непрерывно подвергаются рейдерским атакам торгово-финансовых структур, накопивших огромные капиталы на перепродаже зерна и муки и пытающихся окончательно замкнуть «технологическую цепочку».

### **2. Внутренняя структура акционерного капитала**

Высокая степень раздробленности пакетов акций в обществе, отсутствие владельца контрольного пакета акций — это факторы, стимулирующие рейдерские устремления. В таких условиях стратегия обороны общества должна включать мероприятия по максимальной консолидации пакетов акций через их скупку у мелких акционеров, аккумулярование пакетов акций путем их внесения в оплату уставных капиталов хозяйственных обществ (в результате этого желательно добиться, чтобы защищаемое общество стало дочерним по отношению к вновь созданному обществу). Мы считаем скупку акций у мелких акционеров особенно важной и необходимой работой по укреплению оборонительных позиций общества в случае, если в результате может быть достигнуто существенное сокращение количества акционеров — до 50 и менее. Такая работа, как правило, носит превентивный характер. Опыт, накопленный акционерными обществами, оборону которых мы осуществляли лично, свидетельствует о том, что за один-два года численность акционеров удавалось сократить с 300-400 человек до указанного уровня (при том, что совокупная доля акций в уставном капитале акционеров, продавших свои акции, не превышала 15%). В результате такой работы в некоторых случаях нам удавалось изменять статус открытого акционерного общества на закрытый, а также организовать самостоятельное ведение реестра акционеров самим эмитентом.

### **3. Самостоятельное ведение реестра акционеров эмитентом**

Несмотря на то что в СМИ широко преподносится точка зрения о преимуществах передачи реестров акционеров регистраторам, мы считаем достижение эмитентом самостоятельного ведения реестра акционеров необходимым условием безопасности общества. Наш опыт свидетельствует, что некоторые, в том числе довольно известные регистраторы, не только допускали

утечку информации, но и сами активно участвовали в рейдерских захватах, выступая через свои аффилированные консалтинговые фирмы в качестве «мозговых» центров таких операций.

#### **4. Наличие в уставном капитале акционерного общества доли государства**

Специалистам известно, что зачастую наличие в уставном капитале акционерного общества доли государства также делает общество более привлекательным для рейдерской атаки. Объясняется это тем, что рейдеры при планировании атаки считают приобретение принадлежащих государству пакетов акций с помощью коррумпированных чиновников различных госструктур наиболее приемлемым для себя вариантом. И, как правило, чиновники оправдывают эти ожидания.

#### **5. Фактический уровень корпоративной работы в обществе и ее способность обеспечить защиту общества от агрессии**

Для успешного отражения атаки следует иметь определенный комплект адаптированных к условиям деятельности общества внутренних документов, включая устав, положения об органах управления, о коммерческой тайне, о защите персональных данных, о раскрытии информации и другие. Важное значение мы придаем, например, наличию в уставе общества положений, которые объективно препятствовали бы любым действиям агрессора. В то же время эти документы не должны выходить за рамки закона. Отсутствие такой подготовки делает общество беззащитным уже в начальной стадии конфликта.

#### **6. Степень коррумпированности органов власти**

Эта проблема носит общероссийский характер. Особенно печально активное участие в агрессивных действиях на стороне нападающей стороны местных органов внутренних дел. Наш опыт показывает, что рейдерские структуры пытаются в своих действиях также исполь-

зовать отдельных коррумпированных чиновников в территориальных органах ФСФР России. Перед ними ставится задача не только административного давления с помощью предоставленных этому органу управления рычагов (например, штрафных санкций), но и противодействие предпринимаемым акционерными обществами мерам самообороны, включая и эмиссии дополнительных акций.

#### **7. Возможность использования акционерными обществами для своей защиты высококвалифицированных и опытных профессионалов в области корпоративного права**

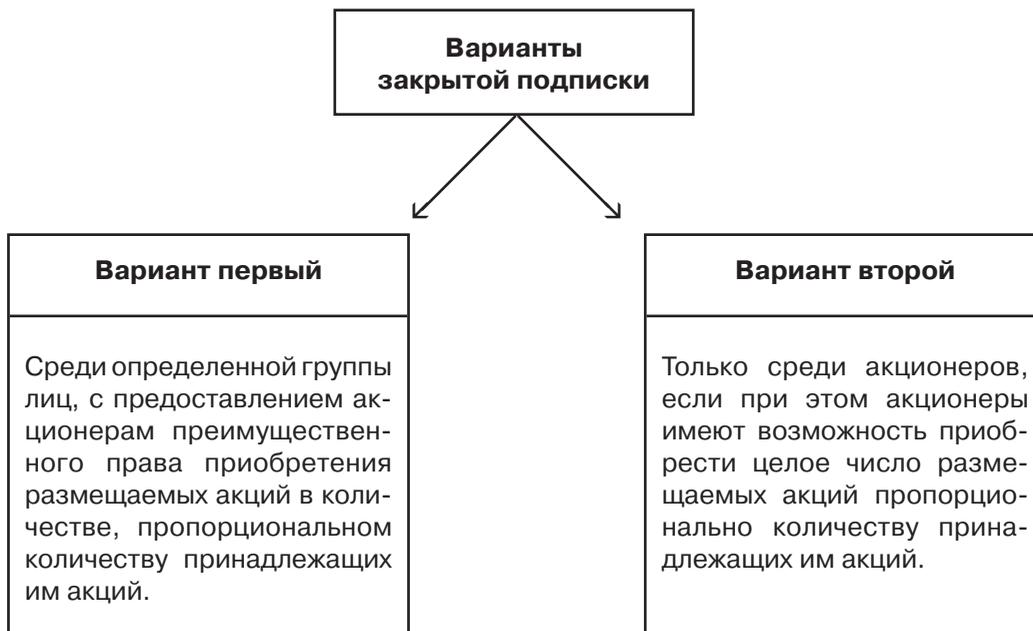
Здесь проблема заключается в том, что в ряде регионов ощущается дефицит таких специалистов, и общества по этой причине вынуждены опираться либо на свои силы, либо на непрофессионалов, фактически оставаясь один на один с искушенными агрессорами.

Учет всех вышеперечисленных факторов (проблем) необходим при выработке стратегии и тактики действий акционерных обществ в целях предотвращения и отражения агрессии.

Одной из наиболее действенных мер является проведение эмиссии акций, размещаемых путем закрытой подписки. Способы размещения акций обществом регламентированы статьей 39 ФЗ «Об акционерных обществах» (далее — Закон об АО). В пункте 2 указанной статьи предусмотрена возможность и открытых, и закрытых обществ проводить размещение акций посредством закрытой подписки, а в пункте 3 — определен необходимый для принятия общим собранием акционеров решения о размещении акций кворум — 3/4 голосов акционеров — владельцев голосующих акций. В статье 40 Закона об АО предусмотрена возможность осуществления закрытой подписки по двум вариантам (см. **схему 1**).

Таким образом, для успешной защиты следует выбрать один из вариантов закрытой подписки. Мы в своей практике всегда останавли-

**Схема 1. Варианты осуществления закрытой подписки.**



ваем на втором варианте и при этом исходим из следующих соображений.

При первом варианте общество в решении о размещении ценных бумаг в соответствии с пунктом 6.1.8 Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, утвержденных приказом ФСФР России от 25 января 2007 г. № 07-4/пз-н (далее — Стандарты эмиссии), обязано определить круг лиц, среди которых предполагается осуществить размещение ценных бумаг. Ясно, что инициаторы подписки, по сути, должны указать на себя. Это обстоятельство выставляет их в крайне невыгодном свете перед миноритарными акционерами, которые в этом увидят прямое покушение со стороны инициаторов эмиссии на свои права и интересы и в результате могут встать «под знамена» агрессора.

Представляется, что эмитент в целях самозащиты должен с максимальным эффектом использовать преимущества второго варианта закрытой подписки.

Так, в соответствии с пунктом 6.4.8 Стандартов эмиссии по второму варианту допускается

отступление от принципа пропорциональности, то есть становится возможным размещать акции не пропорционально количеству принадлежащих акционерам акций. Каждому акционеру дается возможность через участие в подписке сохранить свою долю в уставном капитале общества, но в целом по итогам подписки принцип пропорциональности может быть и не соблюден. Для этого необходимо внести соответствующие положения в решение о дополнительном выпуске ценных бумаг.

В своей работе мы реализуем это преимущество второго варианта подписки тем, что предусматриваем в решении о дополнительном выпуске ценных бумаг два этапа подписки.

На первом этапе мы реализуем принцип пропорциональности. Для этого мы определяем квоту каждого акционера. Эта квота рассчитывается путем деления количества предполагаемых для размещения акций в соответствии с решением о размещении на общее количество ценных бумаг данного выпуска, размещенных ранее<sup>1</sup>, а полученный результат умножается на

<sup>1</sup> Частное от деления обязательно должно быть целым числом.

количество акций, которым владел акционер на дату, определенную в условиях размещения. В пределах этой квоты акционер вправе приобрести любое количество акций.

Как мы уже отмечали, смысл эмиссии акций заключается в том, что заранее предполагается, что не все акционеры, в том числе те, на которых заранее сделал ставку потенциальный агрессор<sup>2</sup>, готовы инвестировать свои собственные денежные средства в развитие чужого

физические лица. Мы практически всегда придерживаемся принципа, что на втором этапе подписки правом на приобретение оставшихся неприобретенными дополнительных акций обладают акционеры общества (только участники подписки на первом этапе). Они могут приобрести любое количество размещаемых на втором этапе подписки акций в пределах их квоты. Квота каждого из участников подписки на втором этапе ( $V_i$ ) рассчитывается по следующей формуле:

$$V_i = S \frac{K_i}{\sum_{i=1}^n K_i}, \text{ где:}$$

$S$  — количество дополнительных акций, оставшихся неразмещенными на первом этапе подписки, то есть размещаемых на втором этапе подписки;

$K_i$  — количество дополнительных акций, которое приобрел акционер на первом этапе подписки;

$\sum_{i=1}^n K_i$  — количество дополнительных акций, приобретенных всеми ( $n$ ) участниками подписки на первом этапе.

(в смысле прав собственности на контрольный пакет акций) на данный период времени для них общества. Как показывает наш опыт, уже на первом этапе эмиссии акционеры, поддерживающие агрессора, и акционеры, которые придерживаются принципа «нейтралитета», в закрытой подписке не участвуют. Остается решить вопрос о том, что делать с акциями, которые не размещены на первом этапе.

На втором этапе подписки можно в условиях размещения предусмотреть различные варианты распределения оставшихся неразмещенными на первом этапе дополнительных акций, то есть необходимо в решении о выпуске ценных бумаг указать конкретный круг лиц, среди которых их предполагается разместить. Это, например, могут быть конкретно указанные юридические или

В случае, если рассчитанная квота ( $V_i$ ) будет дробным числом, то акционер вправе приобрести только любое целое число акций в пределах его квоты (округление производится в меньшую сторону).

Интерес представляет вопрос о том, может ли второй вариант иметь выигрыш по времени в процессе размещения акций по сравнению с первым вариантом. Ответ на этот вопрос не может быть однозначным. Это видно из сравнения соответствующих положений Стандартов эмиссии. Согласно пункту 6.4.7 (г) Стандартов эмиссии (первый вариант) срок действия преимущественного права приобретения размещаемых ценных бумаг не может составлять менее 45 дней с момента направления (вручения) или опубликования уведомления о возможнос-

<sup>2</sup> По сути, это средства агрессора, которые он дополнительно должен передать в развитие не принадлежащего ему общества.

ти его осуществления. До окончания указанного срока размещение ценных бумаг иначе, чем путем осуществления преимущественного права приобретения, не допускается. В то же время согласно пункту 6.4.9 Стандартов эмиссии (второй вариант) срок, в течение которого акции, размещаемые путем закрытой подписки только среди всех акционеров — владельцев акций этой категории (типа), могут быть приобретены этими акционерами пропорционально количеству принадлежащих им акций этой категории (типа), должен составлять не менее 45 дней. Из сравнения видно, что по второму варианту 45 дней — минимальный срок всего размещения, а при первом варианте — это только срок реализации преимущественного права. Однако это не свидетельствует о том, что второй вариант более выигрышный по времени.

Отправной точкой для расчета временных преимуществ в обоих вариантах является дата государственной регистрации решения о выпуске ценных бумаг. По первому варианту датой начала размещения (реализации преимущественного права) является дата направления (вручения) или опубликования уведомления о возможности его осуществления. В случае направления уведомления это может быть день, когда общество узнало о государственной регистрации решения. На публикацию уведомления потребуется какое-то время, и в этом случае дата публикации может стать датой начала размещения.

По второму варианту дата публикации означает факт уведомления акционеров и также может считаться датой начала размещения, то есть при публикации сравнение вариантов никакой экономии времени не выявляет. По второму варианту следует учитывать, что согласно пункту 6.2.8 Стандартов эмиссии акционеры должны быть уведомлены о возможности приобретения ими целого числа размещаемых ценных бумаг, пропорционального количеству принадлежащих им акций, в порядке и сроки, предусмотренные Законом об АО и Стандартами эмиссии для уведомления акционеров о возможности осуществления ими преимуществен-

ного права приобретения размещаемых ценных бумаг. Порядок уведомления акционеров по обоим вариантам совпадает — он такой же, как определен в уставе общества для сообщений о проведении общего собрания акционеров (пункт 1 статьи 41 Закона об АО). А вот срок уведомления акционеров о возможности осуществления ими преимущественного права ни в Законе об АО, ни в Стандартах эмиссии не указан. В пункте 2 статьи 41 Закона об АО указан срок действия преимущественного права — 45 дней. Его исчисление начинается с момента направления уведомления. Не ясно, можно ли распространять это правило на второй вариант закрытой подписки. Если попытаться пойти по этому пути и предусмотреть соответствующие положения в решении о выпуске ценных бумаг, то, по нашему мнению, можно ожидать отказа в его государственной регистрации. В пункте 1 статьи 52 Закона об АО указано, что о проведении собрания акционеры должны быть уведомлены направлением заказного письма не позднее чем за 20 дней до собрания, поэтому считаем правильной и всегда практикуем фиксацию в решении о выпуске ценных бумаг положений о том, что начало размещения акций по второму варианту начинается не ранее чем через 20 дней после направления акционерам соответствующего уведомления.

Второй вариант закрытой подписки имеет еще одну важную особенность, которую можно рассматривать, как его преимущество. Если в случае первого варианта круг лиц, имеющих преимущественное право приобретения дополнительных акций, четко фиксируется на определенную дату (например, если решение о размещении акций принимается собранием акционеров — это дата закрытия реестра акционеров), то по второму варианту такие ограничения отсутствуют. Общество может произвольно определить дату, на которую фиксируется круг лиц, имеющих право на участие в закрытой подписке, — это бывает очень удобным.

Конечно, важны все аспекты готовящейся эмиссии: необходимо провести собрание акци-

онеров, на котором одобрить предполагаемые в процессе размещения сделки с заинтересованностью, получить в необходимых случаях согласие антимонопольных органов, сделать добровольные или обязательные предложения. Это большая, кропотливая и ответственная работа, с которой сам эмитент, как правило, самостоятельно справиться не может, даже имея в штате корпоративного юриста.

Часто встает вопрос о том, можно ли успешно защититься от агрессоров в условиях, когда в уставном капитале общества большая доля акций принадлежит государству, в том числе и в случаях, когда она превышает 25% уставного капитала. До 2001 г., когда вступили в силу соответствующие изменения в Закон об АО, это не представляло особых проблем. Однако введенные впоследствии ограничения (пункт 4 статьи 28 Закона об АО) о недопустимости уменьшения доли государства, если она до начала эмиссии была больше 25%, в настоящее время существенно затрудняют решение этого вопроса. Тем не менее положение не является безвыходным.

Как мы уже отмечали, зачастую именно акции, принадлежащие государству, являются приманкой для агрессора, который небезосновательно полагает, что может получить их в собственность через содействие коррумпированных чиновников. Зная это обстоятельство, общество может выработать тактику успешной самообороны.

Так, ОАО «Хлеб» (г. Можайск Московской области) по нашим рекомендациям, узнав о предстоящей продаже доли государства (более 25% голосующих акций), заранее провел необходимую подготовку для проведения эмиссии: заседание совета директоров, который наметил собрание и определил рыночную цену размещаемых акций, а также собрание акционеров, которое приняло решение об увеличении уставно-

го капитала (решение о размещении акций). В решении о размещении была установлена дата составления списка акционеров, которые могли участвовать в подписке (она совпала с датой проведения собрания). С утверждением же решения о выпуске ценных бумаг торопиться не стали, дожидаясь результатов торгов государственным пакетом акций. Как только определился покупатель, он предъявил обществу свои права (важно, что ведение реестра акционеров при этой схеме осуществляется эмитентом самостоятельно — именно эмитенту попадает передаточное распоряжение) и начал активные действия, какие обычно предпринимаются в подобной ситуации атакующей стороной (скупка мелких пакетов акций у нелояльных акционеров, предъявление требований о предоставлении информации и т. п.). Именно в этот период обществом и был задействован механизм продолжения эмиссии: решение о выпуске ценных бумаг было утверждено советом директоров и направлено на государственную регистрацию. У регистрирующего органа не было никаких оснований для отказа, так как доли государства к моменту регистрации в уставном капитале общества не было. Решение о выпуске акций было зарегистрировано, а дополнительные акции размещены. Новый акционер принять участие в подписке не мог. Государство также, имея формальное право, фактически не могло участвовать в подписке, так как акционером общества уже не было.

Такая схема защиты от захвата успешно была нами реализована и во многих других случаях (ОАО «Шатурский хлебокомбинат», ОАО «Перспектива» (г. Москва), ОАО «Орехово-Хлеб»), где агрессор заранее рассчитывал завоевать необходимый ему плацдарм через покупку принадлежащего государству пакета акций, в том числе и в случаях, когда его размер превышал 25% от всех голосующих акций.